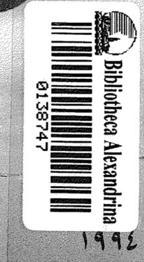
صناديق الاستثمار

فى خدمة صغار وكبار المدخرين

دكتور
منير ابراهيم هندى
دكتوراه فى إدارة الأعمال - جامعة ألاباما الأمريكية
أستاذ الإدارة المالية
كلية التجارة - جامعة طنطا



توزيع
منشأة المعارف بالاسكندرية
جلال حزى وشركاه
١٩٩٤

توزيع منشأة المعارف بالاسكندرية
جلال حزى وشركاه
٤٤ ش سعد زغلول الاسكندرية تليفون /فاكس : ٤٨٣٣٣٠٣

صناديق الاستثمار
فى خدمة
صغار وكبار المدخرين

دكتور منير ابراهيم هندى

دكتوراه فى إدارة أعمال ـ جامعة الاباما الأمريكية
أستاذ الادارة المالية ـ كلية التجارة جامعة طنطا

١٩٩٤

توزيع منشأة المعارف بالاسكندرية
جلال حزى وشركاه

بسم الله الرحمن الرحيم

تقديـــم

تتجه مصر ـــ شأنها فى ذلك شأن العديد من دول العالم الثالث ـــ نحو نظام اقتصادى يقوم على آليات السوق ، التى تلعب فيها أسواق رأس المال دوراً حيوياً فى توجيه النشاط الاقتصادى . ففى الاقتصاد الحر يتضاءل ان لم يختفى المخطط المركزى ، ليحل محله سوق رأس المال الذى يقع على عاتقه مسئولية تخصيص الموارد للمجالات الاستثمارية المتاحة . ولكى تتحقق أهداف هذا النظام لابد وأن تتوافر لتلك الأسواق سمات الكفاءة والعدالة . ومن أساسيات تلك السمات الحركة النشطة للسوق . فالسوق غير النشط يصعب عليه السير بالنظام الاقتصادى إلى بر الأمان .

وهنا قد يتساءل القارىء عن الكيفية التى يمكن بها أن تتحقق الحركة النشطة لأسواق رأس المال ، فى دول ينخفض فيها متوسط دخل الفرد وحجم مدخراته بالتبعية ؟ السبيل إلى ذلك هو إتاحة أدوات استثمارية ، تتناسب مع ضآلة متوسط حجم المدخرات . وتأتى فى مقدمة تلك الأدوات شركات الاستثمار التى هى شركات متخصصة فى بناء تشكيلات (صناديق استثمار) مختلفة من الأوراق المالية ، تتسم كل منها بسمات معينة من حيث العائد والمخاطر ، بما يتناسب مع أهداف فريق معين من المستثمرين المحتملين . ولقد أنشئت تلك الشركات لتلبية احتياجات المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم موارد كافية لبناء محفظة (تشكيلة) خاصة من الأوراق المالية ، وأيضاً لتلبية احتياجات المستثمرين الذين تتوافر لديهم الإمكانيات المالية ، ولكن تعوذهم الخبرة والمعرفة أو لا يتوافر لديهم الوقت الكافى لإدارة تلك التشكيلة .

وفى تناولنا لشركات الاستثمار سوف نعرض لها فى أربعة فصول : الفصل الأول يتناول ماهية تلك الشركات ، والفصل الثانى ويعرض للصناديق التى تشكلها . يأتى بعد ذلك الفصل الثالث الذى يركز على تنظيم وإدارة شركات الاستثمار ، والتشريعات التى تحكمها . وأخيراً يأتى الفصل الرابع الذى يعرض لسبل تقييم أدائها .

ويأمل المؤلف أن يقدم الكتاب خدمة حقيقية للمؤسسات التى تخطط لتشكيل تلك الصناديق ، وللمستثمرين الذين يبحثون عن فرص استثمارية مربحة وتنطوى فى نفس الوقت على حد أدنى من المخاطر . وفوق هذا وذاك يأمل المؤلف أن يكون لتلك الصناديق أثرها الفعال فى تنشيط حركة أسواق رأس المال العربية ، لما ينطوى عليه نشاطها من شراء وبيع قدر كبير من الأوراق المالية المسجلة فى تلك الأسواق .

دكتور

منير ابراهيم هندى

محتويات الكتاب

الموضوع | الصفحة

الفصل الأول
ماهية شركات الاستثمار

عادة ما ينصح المستثمر الذى يمتلك مدخرات محدودة ، بأن لا يستثمرها فى أوراق مالية ، نظراً لاحتمال عدم كفاية تلك المدخرات لشراء تشكيلة من تلك الأوراق ، يكون من شأنها تخفيض حجم المخاطر التى قد تتعرض لها مدخراته . فوفقاً لأساسيات الفكر فى مجال الاستثمار ، لا ينبغى على المستثمر أن يوجه مدخراته لشراء ورقة مالية واحدة (الأسهم أو السندات التى تصدرها منشأة معينة) بل عليه شراء تشكيلة من الأوراق تصدرها عدد من المنشآت ، لكى يتحقق له القدر من التنويع الذى يوفر له حماية مناسبة ضد مخاطر تقلب القيمة السوقية لمكونات تلك التشكيلة . وهذا ما يعبر عنه بالقول بألا يضع المرء كل ما يملكه من بيض فى سلة واحدة ، أو ما يعبر عنه فى مفهوم الفكر فى مجال الاستثمار بسياسة التنويع .

مثل هذا التنويع قد يصعب على صغار المستثمرين تحقيقه . فالتنويع بالنسبة لهؤلاء لابد وأن ينطوى على شراء كميات كسرية من كل ورقة مالية (أقل من ١٠٠ سهم أو سند) مما يعنى ارتفاع تكلفة المعاملات ، إضافة إلى دفع سعر لشراء الورقة يفوق السعر الذى تشترى به فى داخل كمية غير كسرية (١٠٠ سهم أو سند أو مضاعفاتها) . بعبارة أخرى لا يوجد سبيل يجعل عملية الاستثمار مربحة ، سوى شراء عدد ملائم من الأوراق المالية وبكميات غير كسرية ، وهو ما لا يمكن لصغار المستثمرين تحقيقه .

ولإلقاء المزيد من الضوء على هذه النقطة ، دعنا نفترض أن سعر السهم العادى فى رأس مال إحدى المنشآت ٢٠ جنيه للسهم الواحد ، هذا يعنى أن شراء كمية غير كسرية قوامها ١٠٠ سهم سوف يكلف المستثمر ٢٠٠٠ جنيه . وإذا ما التزم المستثمر بأساسيات الفكر فى مجال الاستثمار ، والتى تقضى بضرورة الاستثمار فى أوراق مالية لعشرة منشآت تقريباً ، فإن هذا يعنى ضرورة توافر موارد مالية قدرها ٢٠٠٠٠ جنيه ، بفرض أن القيمة السوقية لأسهم

تلك المنشآت هى ٢٠ جنيه للسهم الواحد . وإذا ما أضيفت إلى ذلك تكلفة المعاملات ، يصبح المبلغ المطلوب كبيراً نسبياً من وجهة نظر العديد من المستثمرين فى الكثير من الدول ومنها مصر .

ولا يعتبر صغر حجم المدخرات السبب الوحيد لإحجام المستثمرين عن الاستثمار المباشر فى الأوراق المالية . فهناك مستثمرين تتوافر لديهم موارد مالية وفيرة تمكنهم من شراء تشكيلة مناسبة من الأوراق المالية ، إلا أنهم يحجمون عن ذلك إما لعدم توافر الخبرة والمعرفة لإدارة مثل هذه التشكيلة ، أو لعدم توفر الوقت الكافى لديهم . ولتلبية احتياجات هؤلاء المستثمرين أنشئت شركات متخصصة فى بناء وإدارة تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية أو ما يطلق عليه بالمحافظ العامة Public Portfolios أو صناديق الاستثمار ، تتيح لهم شراء عدد من الحصص فى تلك المحافظ ، بما يتناسب مع ما يتوافر لديهم من موارد مالية . ويطلق على هذه الشركات بشركات الإستثمار .

تصنيف شركات الاستثمار

شركات الاستثمار Investment Copanies هى شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات ، لتقوم باستثمارها فى تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التى تناسب كل فئة . ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص فى التشكيلة التى يستثمر فيها أمواله . أما الأوراق المكونة للتشكيلة فهى من النوع ذات التداول العام Publicly Traded Securities مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزانة . وليس من حق المستثمر أن يدعى ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة ، فحقه يتمثل فقط فى حصة فى التشكيلة ككل ، يحصل فى مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك . وشركات الإستثمار بهذا المفهوم تختلف عن شركات التمويل Finance Companies التى هى نوع من المؤسسات المالية ، تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات ، إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من بنوك تجارية . أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل فى تقديم القروض قصيرة ومتوسطة الأجل ، للأفراد ومنشآت الأعمال .

وتميز لجنة الأوراق المالية والبورصة Securities & Exchange Commission (SEC) فى الولايات المتحدة الأمريكية بين الشركات القابضة للإستثمار Investment Holding Companies وبين شركات الاستثمار Investment Companies . ويقصد بالنوع الأول الشركات التى تهدف إلى السيطرة على المنشآت التى تستثمر فيها أموالها ، من خلال امتلاك حصة كبيرة نسبياً من الأسهم العادية للمنشأة المعنية . أما النوع الثانى فيقصد به الشركات التى تستثمر أموالها فى تشكيلات (محافظ أو صناديق) من الأوراق المالية ، بهدف تحقيق عائد دون تعريض المستثمر لمخاطر كبيرة . وهذا النوع الأخير هو مجال الاهتمام فى هذا الكتاب .

ويصنف قانون شركات الاستثمار Investment Company Act الأمريكى ، تلك الشركات فى ثلاث مجموعات : شركات الشهادة الإسمية ، وودائع وحدة الاستثمار ، وشركات الإستثمار المدار ، وبالنسبة لشركات شهادات القيمة الإسمية Face-Amount Certificate Companies ففيها يشترى المستثمر شهادة يُحَدَدّ فيها مبلغ يستحق له فى تاريخ معين . وكما يبدو فإن العلاقة بين المستثمر والشركة لا تخرج عن كونها علاقة دائن بمدين . ونظراً لندرة هذا النوع من الشركات ، فسوف يركز هذا القسم على النوعين الآخرين .

أولاً : ودائع وحدة الاستثمار

ودائع وحدة الاستثمار Unit Investment Trust هى نوع من شركات الاستثمار ، التى تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية لا يطرأ عليها أى تغيير — إلا نادراً — وذلك حتى تاريخ انقضاء الشركة[1] . وتتكون ودائع وحدة الاستثمار بواسطة كفيل Sponsor غالباً ما يكون بيت للسمسرة ، يقوم بشراء تشكيلة من الأوراق المالية (غالباً سندات) ثم يقوم بإيداعها لدى أمين Trustee عادة ما يكون أحد البنوك التجارية ، والذى يقوم بدوره بإصدار شهادات قابلة للإسترداد Redeemable Trust تباع للجمهور . وتعطى الشهادة لحاملها الحق

(١) فى المملكة المتحدة يمكن أن يجرى تغيير مستمر فى مكونات التشكيلة وفى القيمة الكلية للمبلغ المستثمر ، شأنها فى ذلك شأن شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة التى سنعرض لها فيما بعد .

فى الحصول على حصته من فوائد السندات إضافة إلى حقه فى استرداد قيمة المبلغ المستثمر ، وذلك عندما يحين تاريخ استحقاق السندات المكونة للتشكيلة . هذا ويتم سداد الفوائد وأصل الاستثمار بواسطة الأمين .

وكما يبدو فإن الكفيل لا يلعب دوراً يذكر فى إدارة الائتمان ، ومن ثم فإن الأتعاب التى يحصل عليها ضئيلة وتبلغ نسبتها السنوية فى المتوسط ١٥,٪ من القيمة الصافية للأصل (Net Asset Value (NAV ، والتى يتم حسابها بقسمة القيمة السوقية الصافية لتشكيلة الاستثمارات (بعد طرح المستحقات) على عدد الوحدات المصدرة[٢] .

ولكن كيف يحصل الكفيل على أتعابه ؟ يحصل عليه مقدماً وذلك بأن يبيع الوحدة بقيمة تعادل قيمتها الصافية (NAV) مضافاً إليها قيمة الأتعاب . ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن بيتاً للسمسرة قام بشراء سندات بقيمة قدرها مليون جنيه ، أودعها لدى أحد البنوك التجارية الذى أصدر فى مقابلها ١٠٠٠٠ شهادة ، تباع الواحدة بسعر ١٠٤ جنيه . هذا يعنى أن حصيلة البيع سوف تبلغ ١,٠٤ مليون جنيه ، منها مليون جنيه تمثل القيمة الأصلية للسندات ، ٤٠٠٠٠ جنيه تمثل ربح الكفيل إضافة إلى ما تكبده من مصروفات بيعية بما فيها عمولة البنك[٣] .

وبالنسبة للشكل القانونى لوديعة وحدة الاستثمار فهو فى حقيقته إتحاد وليس شركة ، طالما لا يبذل الكفيل أو المؤتمن مجهود يذكر ، لذا فإن ما يباع للمستثمر يطلق عليه وحدة Unit وليس سهماً عادياً كما هو الحال فى شركات الاستثمار . فالكفيل يكاد ينتهى دوره بمجرد بناء التشكيلة ، والأمين يكاد يتلخص دوره فى إصدار الشهادات ، وتحصيل الفوائد المستحقة عليها تمهيداً لدفع قيمتها لحملة الشهادات (الوحدات) ، كما يدفع لهم أيضاً القيمة المستردة فى تاريخ استحقاق الشهادة .

---

(٢) الشهادة التى يحصل عليها المستثمر تتضمن عدد الوحدات المشتراة .

(٣) لغرض التيسير والتسهيل افترضنا عدم وجود تكلفة للمعاملات .

هذا وببلوغ تاريخ الاستحقاق لكافة السندات المكونة للتشكيلة ينقضى الاتحاد ، الذى عادة ما لا يتجاوز عمره فى المتوسط عن ستة شهور ، وذلك فى حالة تركيز الاستثمار فى أوراق مالية قصيرة الأجل . أما عندما تتكون الوديعة من سندات طويلة الأجل ، حينئذ قد يمتد عمر الاتحاد ليصل إلى عشرون عاماً .

ومن أبرز الأمثلة على هذه الاتحادات ، تلك التى تكونها بنكيرات الاستثمار مثل مؤسسة ماريل لنش Merril Lynch ومؤسسة إخوان سالمون Salmon Brothers إذ يقومان بشراء سندات حكومية بمئات الملايين ثم إعادة بيعها للمستثمرين على شكل حصص Shares تصدر بها شهادات ملكية ، وقد تمثل الحصة سند كامل أو جزء منه . وفى هذه الصفقات يتم تسعير السند بقيمة تزيد عن القيمة التى أشترى بها ، ويمثل الفرق قيمة العائد الذى يحققه بنكير (بنك) الاستثمار إضافة إلى العمولات التى يدفعها للأمين أى للبنك التجارى المختار .

ويطلق على الشهادة الدالة على الحصة فى مجموعة السندات التى تتعامل فيها مؤسسة ماريل لينش « تيجرز » أى ايصالات الخزانة لإنماء الاستثمار Treasury Investment Growth Receipts (TIGRs) . أما مؤسسة إخوان سالمون Salmon Brothers فتطلق على الشهادة « كاتس » أى شهادات التراكم على الأوراق المالية التى تصدرها وزارة الخزانة Certificates of Accrual on Treasury Securities (CATS) الأمريكية .

ولا يباع الإيصال أو الشهادة بالقيمة الإسمية المدونة عليه بل يباع بخصم يتزايد كلما طال تاريخ الاستحقاق ، الذى عنده يحصل حامله على القيمة المدونة عليه . ويمثل الفرق بين قيمة شراء الإيصال وقيمة المتحصلات من بيعه الفائدة التى يحققها المستثمر . بعبارة أخرى لا يحصل المستثمر على أى عائد خلال حيازته للشهادة أو الإيصال ، لذا يطلق على تلك الحصص بالأصفار Zeros . وليس من الضرورى بالطبع أن يحتفظ المستثمر بالإيصال حتى تاريخ

الاستحقاق إذ يمكن بيعه لمستثمر آخر ، وذلك من خلال بيوت السمسرة فى الأسواق غير المنظمة .

ورغم جاذبية هذا النوع من الاستثمار إلا أنه يعاب عليه التزام المستثمر بإضافة عائده السنوى فى إقراره الضريبى ، على الرغم من أن العائد قد لا يتحقق بالفعل إلا فى تاريخ الاستحقاق ، الذى قد يكون لاحقاً لتاريخ تقديم الإقرار . أما كيفية حساب العائد فتتم باستخدام فكرة معدل العائد الداخلى التى عادة ما تعرض له مؤلفات الإدارة المالية ، حيث يتمثل الاستثمار المبدئى فى القيمة المدفوعة لشراء الإيصال ، أما التدفقات النقدية المستقبلة فتتمثل فيما سوف يحصل عليه المستثمر فى تاريخ الاستحقاق ، أى القيمة المدونة على الإيصال أو الشهادة .

وهناك ميزتين أساسيتين لودائع وحدة الإستثمار . أولها أن المستثمر لا يتكبد عادة تكاليف للإدارة ، إذ لا يوجد أصلاً عبء إدارى يذكر . ثانيها أنها تتيح لبيت السمسرة جذب صغار المستثمرين ، الذين لا تكفى مواردهم للإستثمار المباشر فى السندات . ونضيف ميزة أخرى هى وجود سوق ثانوى Secondary Market أى سوق ثانى يتيح للمستثمر التخلص من حصته فى أى وقت ، دون انتظار لتاريخ الاستحقاق ، وقد يتم ذلك من خلال الأمين (البنك التجارى المختص) أو من خلال الكفيل (بيت السمسرة) . ونظراً لعدم وجود التزامات على وحدة الاستثمار ، فإن القيمة الصافية التى تباع بها الوحدة يتم حسابها مباشرة بقسمة القيمة السوقية للسندات المكونة للتشكيلة — فى تاريخ عرض الوحدة للبيع — على عدد الوحدات المصدرة . وإذا ما تقدم المستثمر بالشهادة للأمين لاسترداد قيمة الوحدات التى تتضمنها ، فإنه قد يقوم ببيع عدد من السندات — التى تحت يده — بما يكفى لتغطية القيمة النقدية المطلوبة .

إن وقوف بيت السمسرة (الكفيل) على استعداد دائم لشراء الوحدات التى يطرحها المستثمرين للبيع ، من شأنه أن يسهم فى بناء مخزون منها يمكنه من

تلبية أوامر الشراء الجديدة . أما سعر إعادة البيع فيتمثل فى القيمة الصافية للأصل أو الوحدة NAV وقت ابرام الصفقة ، مضافاً إليه مبلغ يعادل المبلغ الذى كان قد دفعه المستثمر الأصلى الذى اشترى الوحدة عند تكوين ودائع وحدة الاستثمار ، وهى تساوى — فى المثال الذى سبقت الإشارة إليه — أربعة جنيهات للوحدة (٤٠ ألف جنيه مقسومة على ١٠٠٠٠ وحدة) .

وطالما نحن بصدد ودائع وحدات الاستثمار ، قد يكون من الملائم القاء الضوء على صناديق الودائع العامة التى تكونها بعض البنوك التجارية .

صناديق الودائع العامة

لا تختلف صناديق الودائع العامة Common Trust Funds التى تكونها البنوك التجارية ، عن صناديق الاستثمار التى تكونها شركات الاستثمار ، على النحو الذى سنعرض له فيما بعد . فتلك الصناديق تتكون من أموال مستثمرين ، يقدمونها للبنك ليقوم نيابة عنهم باستخدامها فى بناء تشكيلة (محفظة) أوراق مالية ، يديرها لصالحهم من خلال إدارة مستقلة ، فى مقابل أتعاب محددة . وكما هو الحال فى صناديق الاستثمار قد يقوم البنك ببناء تشكيلات مختلفة من الأوراق المالية تلبى احتياجات فئات مختلفة من المستثمرين . وقد يمتد نشاط تلك الصناديق إلى بناء محافظ لاستثمار أموال التأمينات والمعاشات ، التى تقدمها منشأة معينة للبنك ، ليديرها لصالح العاملين لديها . ونختتم صناديق الودائع العامة بالإشارة إلى أن لتلك الصناديق مزايا عديدة تماثل مزايا صناديق شركات الاستثمار التى سنعرض لها فى الصفحات التالية .

ثانياً : شركات الاستثمار المدار[٤]

يطلق على شركات الاستثمار المدار Managed Investment Companies شركات الإدارة Management Companies أو الشركات المُدارة Managed Companies . ويقصد بها الشركات التى تلعب فيها إدارة الشركة دوراً بارزاً

(٤) سوف يستخدم اصطلاح شركة الاستثمار ليعنى شركة الاستثمار المدارة .

فى إدارة تشكيلة الأوراق المالية ، وذلك تمييزاً لها عن ودائع وحدة الاستثمار التى لا يلعب فيها الكفيل أو الأمين دوراً فى هذا الشأن . وكنتيجة لذلك يتوقع أن تكون تكاليف بناء التشكيلة وإدارتها أعلى فى حالة شركات الاستثمار . وعلى الرغم من ارتفاع تلك التكاليف ، إلا أن معظم المستثمرين يعتقدون فى أن مزايا الإدارة المستمرة للتشكيلة تفوق قيمة التكاليف المصاحبة . هذا وتنقسم شركات الاستثمار المدارة إلى شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة ، وشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة .

١ ــ شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة

تشكل شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة Closed-End Investment Companies صناديق استثمار يطلق عليها بالصناديق ذات النهاية المغلقة Closed-End Funds التى يخول لها المشرع الحق فى إصدار أسهماً تباع للجمهور(٥) ، حيث يتبع فى إصدارها ذات الإجراءات التى تتبع فى غيرها من الشركات .

ولقد جاء مسمى هذا النوع من الشركات من أن عدد الأسهم التى تصدرها ثابت لا يتغير . يستثنى من ذلك حالتين نادرة الحدوث : الحالة الأولى هى حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق على النحو الذى سنعرض له بعد قليل ، أما الحالة الثانية فهى إصدار الشركة لأسهم جديدة .

وعلى عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة التى سنعرض لها بعد قليل ، وودائع وحدة الاستثمار التى سبقت الإشارة إليها ، لا تبدى شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة استعدادها لإعادة شراء أسهمها إذا ما رغب حاملها فى التخلص منها . فالطريق الوحيد المتاح لمن يرغب فى بيع ما يملكه من تلك الأسهم أو من يرغب فى شرائها بعد أن إنتهى بتكير الاستثمار ــ الذى تولى اصدارها ــ من تصريفها ، أن يصدر أمراً بذلك للسمسار الذى يتعامل

(٥) سنفترض فى هذا القسم أن الشركة تدير صندوق واحد .

معه ، والذى يقوم بدوره بتنفيذ الأمر إما فى السوق المنظمة (البورصة) التى يتداول فيها تلك الأسهم أو فى السوق غير المنظمة التى يطلق عليها المعاملات عبر المنضدة Over - The - Counter (OTC) وذلك من خلال التجار وبيوت السمسرة التى يسمح لها بالتعامل فى تلك الأسهم بيعاً وشراء .

هذا بالطبع لا يمنع من قيام الشركة بشراء أسهمها من السوق (المنظمة أو غير المنظمة) وإن كان ذلك أمراً نادراً ، ومرهون بهبوط القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أدنى كثيراً من قيمة الأصل الصافية ، التى يتم حسابها وفقاً للمعادلة ١ ــ ١ شأنها فى ذلك شأن ودائع وحدة الاستثمار .

$$\text{قيمة الأصل الصافية} = \frac{\text{ص} - \text{خ}}{\text{ن}} \qquad (١ - ١)$$

حيث ص تمثل القيمة السوقية للأصول أى القيمة السوقية للأوراق المالية التى استثمرت فيها الشركة مواردها ، خ تمثل القيمة الدفترية للخصوم والتى قد تتمثل فى قروض أو سندات مصدرة أو ما شابه ذلك . أما ن فتمثل عدد الأسهم العادية .

ويضيف المؤلف أنه لو كانت هناك أسهماً ممتازة أصدرتها الشركة ، حينئذ تحسب قيمة الأصل الصافية على النحو التالى(٦) :

$$\text{قيمة الأصل الصافية} = \frac{\text{ص} - \text{خ} - \text{م}}{\text{ن}} \qquad (١ - ١ أ)$$

حيث م تمثل القيمة الإسمية للأسهم الممتازة .

---

(٦) قيمة الأصل الصافية يقصد بها دائماً قيمة الأصل الصافية للسهم العادى .

ولتوضيح الفكرة وراء قرار الشركة بشراء أو عدم شراء أسهمها من السوق ، دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية ٥٠ جنيه لكل سهم ، فى الوقت الذى يُشترى فيه السهم من السوق بقيمة قدرها ٤٠ جنيه . فى ظل هذه الظروف قد يكون القرار الأمثل هو قيام المدير المسئول ببيع حصة واحدة من الأوراق المالية المكونة للصندوق بسعر ٥٠ جنيه ، ثم استخدام حصيلتها فى شراء (إسترداد) سهم واحد بسعر ٤٠ جنيه . وإذا ما استخدم ما تبقى معه وقدره ١٠ جنيه فى شراء أوراق مالية لتضاف إلى الصندوق ، حينئذ سوف ترتفع قيمة الأصل الصافية لكل سهم لصالح ما تبقى من مستثمرين . وبالطبع يتوقف مقدار الزيادة على عدد الأسهم المشتراه والتى تحقق من ورائها وفورات ، كما يتوقف على سعر شراء السهم وعلى عدد الأسهم المتبقية .

هذا هو القرار الأمثل . ولكن أين ستجد الشركة مستثمر على استعداد لدفع ٥٠ جنيه للحصول على سهم يباع فى السوق بقيمة قدرها ٤٠ جنيه ؟ بعبارة أخرى ليس أمام الشركة سوى استخدام ما لديها من نقدية فائضة فى إعادة شراء الأسهم ، كما يمكنها الحصول على قروض لتمويل عملية الشراء . ونؤكد على أن إدارة الصندوق عادة ما تحجم عن شراء (إسترداد) أسهمها ، بهذا الأسلوب حتى لو كان فى ذلك التصرف مصلحة لحملة الأسهم . لماذا ؟

لأن شراء الأسهم التى سبق إصدارها يعنى انخفاض قيمة الأصول الكلية Total Asset Value . ونظراً لأن مكافأة الإدارة تحسب على أساس نسبة (حوالى ٠,٥٪) من القيمة الكلية للأصول التى تديرها ، فإن تصرفها المشار إليه يحمل فى طياته انخفاض قيمة المكافأة المستحقة لها . هذا إلى جانب أن استمرار الإدارة فى شراء (استرداد) الأسهم إلى النهاية ، يعنى تحول استثمارات الصندوق إلى أموال سائلة ، ولا تصبح هناك حاجة إلى خدمات الإدارة . ولعل هذا السيناريو يذكر طلاب الإدارة المالية بتكلفة الوكالة ، وكيف أن الإدارة قد لا تسعى فى الكثير من الأحيان إلى تعظيم ثروة الملاك وذلك لحماية مصالحها الشخصية .

هذا وعلى الرغم من أن القيمة السوقية لسهم شركة الاستثمار قد تكون أعلى من قيمة الأصل الصافية لكل سهم ، بما يعنى أن السهم يباع بعلاوة At Premium فإن الغالب هو أن تكون القيمة السوقية للسهم أقل من قيمة الأصل الصافية . هذا التباين بين القيمتين هو حقيقة واقعة . وهناك وجهتى نظر لتفسيره ، إحداهما تفسر بيع السهم بخصم ، والأخرى تفسر بيع السهم بخصم وعلاوة .

يتلخص التفسير الأول فى تراكم العبء الضريبى نتيجة للتحسن الذى ربما يكون قد طرأ على القيمة السوقية لبعض الأوراق المالية التى يتكون منها الصندوق ، والتى تنعكس بالتالى على القيمة التى يباع ويشترى بها السهم العادى للشركة(٧) . فلو أن مستثمراً ما اشترى السهم بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية لذلك السهم ، والتى تعكس التحسن فى القيمة السوقية لبعض الأوراق التى يتضمنها الصندوق ، فإنه لا يكون قد استفاد شيئاً . ومع هذا فإنه عندما تباع تلك الأوراق وتدفع الشركة ضريبة على الأرباح الرأسمالية المحققة ، فسوف يتحمل المستثمر المشار إليه بجزء من تلك الضريبة . لذا يصبح من المتوقع أن يحجم المستثمر عن شراء السهم بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية ، ويصر على الحصول على خصم At Discount يعوضه عن الضريبة التى سوف يتكبدها من جراء ذلك التحسن الذى يستفيد منه فقط حملة الأسهم القدامى . وما ينطبق على العبء الضريبى ينطبق أيضاً على عمولة السمسرة . بمعنى أن المستثمر لا يقبل شراء السهم إلا بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية مطروحاً منها عمولة السمسرة التى عليه أن يدفعها عند شراء السهم .

أما التفسير الثانى لتباين القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية فيكمن فى توقعات المستثمر ذاته . فإذا كانت التوقعات مشجعة فى شأن كفاءة الإدارة وفى شأن سيولة السهم الذى اشتراه ، أى إمكانية التصرف فيه بسرعة دون خسائر تذكر أو دون خسائر على الاطلاق ، فسوف يرتفع الطلب على الأسهم

(٧) الأصل أن تكون القيمة السوقية للسهم ، مساوية للقيمة السوقية للأوراق المالية التى يتكون منها الصندوق ، مقسومة على عدد الأسهم المصدرة ، وذلك بفرض عدم وجود التزامات على الشركة .

المصدرة وترتفع معه القيمة السوقية للسهم ، إلى مستوى يفوق قيمة الأصل الصافية ليباع السهم بعلاوة . ومن ناحية أخرى إذا كانت توقعات المستثمر فى شأن كفاءة الإدارة أو فى شأن سيولة السهم غير مشجعة ؛ فسوف ينخفض الطلب على الأسهم المصدرة وتنخفض معه القيمة السوقية للسهم ، إلى مستوى أقل من قيمة الأصل الصافية ليباع السهم بخصم(٨) .

إن شراء المستثمرين لأسهم شركات الاستثمار عندما تباع بخصم ، هو من الاستراتيجيات الشائعة ، خاصة وأن الخصم قد تصل نسبته إلى ٤٠٪ من قيمة الأصل الصافية . أما السبب فهو أنه عندما تنكمش قيمة الخصم (أى الفرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية) بمضى الوقت أو ترتفع القيمة السوقية للسهم ليتحول الخصم إلى علاوة ، يجنى المستثمر أرباحاً غير عادية .

ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية للسهم هى ٣٠ جنيه ، وأن السهم ذاته يباع فى السوق بسعر ٢٨ جنيه . وإذا ما حدث تحسن فى القيمة السوقية للتشكيلة المكونة للصندوق ، بحيث ارتفعت القيمة السوقية للسهم بمقدار جنيه واحد ليباع بمبلغ ٣١ جنيه ، فسوف يحقق المستثمر — الذى كان قد اشترى السهم بسعر ٢٨ دولار — أرباحاً رأسمالية عن السهم الواحد قدرها ثلاثة جنيهات (٣١ جنيه مطروحاً منها ٢٨ جنيه) . وإذا قارنا حالة المستثمر المذكور بحالة نظرية لمستثمر آخر كان قد اشترى من السوق — مباشرة — وحدة من تشكيلة مماثلة لتشكيلة الأوراق المالية التى يتكون منها صندوق الاستثمار ذات النهاية المغلقة بمبلغ قدره ٣٠ جنيه ، فإنه عندما ترتفع قيمة الوحدة إلى ٣١ جنيه ، فإن أرباحه الرأسمالية لن تزيد عن جنيه واحد فقط (٣١ جنيه مطروحاً منها ٣٠ جنيه) .

وحتى لو لم ترتفع القيمة السوقية للتشكيلة وظل السهم يباع بخصم قدره جنيهان (٣٠ جنيه مطروحاً منها ٢٨ جنيه) فإنه إذا ما أجريت توزيعات

(٨) عندما ينخفض الطلب على ورقة مالية معينة يزداد هامش الربح الذى يطلبه التاجر من المستثمر الراغب فى بيعها .

للسهم قدرها ١,٥ جنيه مثلاً ، حينئذ يكون معدل العائد المتولد عن الاستثمار فى أسهم الصندوق ٥,٣٦٪ (١,٥ ÷ ٢٨) فى مقابل ٥٪ فقط (١,٥ ÷ ٣٠) للمستثمر الذى اشترى مباشرة وحدة من تشكيلة تتكون من ذات الأسهم التى يتكون منها صندوق الاستثمار .

هذا ويطلق على أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة بالصناديق ذات التداول العام Publicly Traded Funds ، التى تنشر قيمتها السوقية يومياً فى صحف المال . أما قيمة الأصل الصافية فتنشر فى جريدة وول ستريت The Wall Street Journal كل يوم اثنين ، حيث يجد فيها المستثمر القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية ، أما الفرق بينهما فيوضح ما إذا كان السهم يباع بعلاوة أو بخصم ، وذلك على النحو الموضح فى جدول ١ ـــ ١ الذى يكشف عن بيانات واقعية لبعض الصناديق ، نشرت فى يوم الاثنين ١٥ فبراير ١٩٩٣ ، وذلك عن الأسعار فى يوم الجمعة السابق . مع ملاحظة أن القيمة السوقية للسهم تمثل آخر سعر بيع به السهم Asked Price فى يوم الجمعة السابق (نهاية الأسبوع فى الولايات المتحدة الأمريكية) .

هذا ويمكن لشركة الاستثمار ذات النهاية المغلقة أن تصدر سندات وأسهم ممتازة ، يكون لحملتها الأولوية على حمل الأسهم العادية من حيث الحصول على مستحقاتهم . إلا أنه على عكس المنشآت الأخرى ، يندر أن يخصص جزء من أصول شركة الاستثمار لضمان مستحقات حملة السندات ، كما لا يعطى لحملة تلك السندات الحق فى وضع قيود على تصرفات الإدارة . وتعطى هذه السمة المميزة مرونة لإدارة الصندوق ، التى يمكنها أن تبيع أجزاء من التشكيلة وتشترى غيرها دون قيود من حملة تلك السندات . وقد وضع قانون شركات الاستثمار الأمريكى الصادر فى عام ١٩٤٠ *Investment Company Act* حداً أقصى لما يمكن أن يصدر من تلك الأوراق . فقيمة أصول الصندوق ينبغى أن تمثل ٣٠٠٪ على الأقل من قيمة السندات المصدرة ، ٢٠٠٪ من قيمة الأسهم الممتازة المصدرة .

إن إضافة الأسهم الممتازة والسندات إلى هيكل رأس مال ، يمكن أن يؤدى إلى زيادة العائد المتولد عن استثمارات الصندوق ، وهو ما يترك أثره الإيجابى على القيمة السوقية للسهم ، غير أن العكس يمكن أن يحدث . حقاً ترتفع القيمة السوقية للسهم عندما يكون معدل العائد على الاستثمار الذى يحققه الصندوق يفوق معدل الكوبون على السندات والأسهم الممتازة ، إلا أنه إذا كان معدل العائد على الاستثمار أقل من معدل الكوبون على السندات والأسهم

جدول ١ ــ ١

الكيفية التى تنشر بها الأسعار فى صحيفة وول ستريت للصناديق ذات النهاية المغلقة

PUBLICLY TRADED FUNDS

Friday, February 12, 1993

Following is a weekly listing of unaudited net asset values of publicly traded investment fund shares, reported by the companies as of Friday's close. Also shown is the closing listed market price or a dealer-to-dealer asked price of each fund's shares, with the percentage of difference.

Fund Name	Stock Exch.	N.A. Value	Stock Price	% Diff.
Diversified Common Stock Funds				
Adams Express	NYSE	20.70	20 5/8	− 0.36
Allmon Trust	NYSE	10.35	9 7/8	− 4.59
Baker Fentress	NYSE	21.16	18 1/8	− 14.34
Blue Chip Value	NYSE	7.95	8	+ 0.63
Gemini II Capital	NYSE	20.40	17 7/8	− 12.38
Gemini II Income	NYSE	9.30	12 1/4	+ 31.72
General Amer Invest	NYSE	26.80	28 1/2	+ 6.34
Jundt Growth Fd	NYSE	15.10	14 3/8	− 4.80
Liberty All-Star Eqty	NYSE	10.88	11	+ 1.10
Quest For Value Cap	NYSE	27.31	24 7/8	− 8.92
Quest For Value Inco	NYSE	11.57	13 3/8	+ 15.60
Royce Value Trust	NYSE	13.11	12 5/8	− 3.70
Salomon Fd	NYSE	15.27	13 3/8	− 12.41
Source Capital	NYSE	a42.91	48 1/2	+ 13.03
Tri-Continental Corp.	NYSE	28.57	25 3/4	− 9.87
Worldwide Value	NYSE	14.64	12 5/8	− 13.76
Zweig Fund	NYSE	11.30	12 7/8	+ 13.94
Closed End Bond Funds				
CIM High Yield Secs	AMEX	7.79	7 3/4	− 0.51
Flexible Portfolio Funds				
America's All Seasn	OTC	4.83	4	− 17.18
Zweig Total Return Fd	NYSE	9.13	10 1/2	+ 15.01
Loan Participation Funds				
Pilgrim Prime Rate	NYSE	10.03	9 1/8	− 9.02

الممتازة ، فإن انخفاض القيمة السوقية للسهم تكون النتيجة المتوقعة ، تطبيقاً لمفهوم المتاجرة بالملكية أو ما يطلق عليه بالرفع المالى ، الذى عادة ما تعرض له المؤلفات فى الإدارة المالية .

ويعتبر ثبات هيكل رأس مال شركة الاستثمار أى ثبات حجم الأسهم المصدرة ، وكذا عدم إبداء الشركة استعدادها لإعادة ما سبق أن أصدرته من أسهم ، هما سمتان مثلتا قيودا على نمو هذا النوع من الشركات . ومن ناحية أخرى فإن تميز شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة ، باستعدادها الدائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم — كما سنشير فيما بعد — قد أملى عليها ضرورة الاحتفاظ بمستوى سيولة يمكنها من الاضطلاع بتلك المسئولية .

هذا ومن السمات الأخرى المميزة لشركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة ، أنه لا يوجد تاريخ محدد مسبقاً لانقضاء الشركة . وأن التوزيعات والفوائد المحصلة إضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة ، يتم توزيعها بالكامل على حملة الأسهم . ومع هذا فإن معظم الشركات تسمح بل وتشجع على إعادة استثمار تلك العوائد ، فى مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية ، يتحدد عددها بناء على قيمة الأصل الصافية لكل سهم وليس على قيمته السوقية .

فلو أن إحدى شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة قد أعلنت عن توزيعات قدرها جنيهان لكل سهم ، وكانت القيمة الصافية للأصل للسهم الواحد ٢٠ جنيه ، فإن المستثمر الذى يمتلك ٥٠ سهماً يكون له الخيار بين الحصول على ١٠٠ جنيه (٥٠ سهم × ٢ جنيه) أو الحصول على ٥ أسهم إضافية (١٠٠ جنيه ÷ ٢٠ جنيه) بصرف النظر عن القيمة السوقية التى يكون قد بلغها سعر السهم . وإذا ما أراد المستثمر حساب معدل العائد على الاستثمار فى أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة ، فيمكنه ذلك من خلال المعادلة ١ — ٢ .

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{س}^{*} - \text{س} + \text{ت}}{\text{س}} \qquad (\text{١ — ٢})$$

حيث س* ، س تمثلان قيمة الأصل الصافية فى نهاية المدة وفى أول المدة على التوالى . أما ت فتمثل التوزيعات التى حصل عليها المستثمر خلال المدة التى يحسب عنها المعدل .

٢ ـ شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة

تدير شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة Open-End Investment Companies عدداً من صناديق الاستثمار يطلق عليها الصناديق المشتركة Mutual Funds . وقد جاءت عبارة النهاية المفتوحة من أن حجم الأموال المستثمرة فى الصندوق غير محدد . ذلك أنه يجوز للشركة إصدار وبيع المزيد من الأسهم العادية ، وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات . وعلى عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة ، لا تتداول أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة بين الأفراد ، بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم ، أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين ، وهو ما تسعى إليه الادارة ، وذلك طالما أن ما تحصل عليه من أتعاب يحسب على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمرة فى الصندوق .

هذا يعنى ضمنياً أن أسهم تلك الشركات لا تتداول فى أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة ومن ثم لا تسجل أسهمها فى تلك الأسواق . وبالتالى لا يكون لتلك الأسهم قيمة سوقية ، كما لا يوجد مجال للمساومة بشأن السعر . فالسعر الذى تشترى به الشركة أسهمها عادة ما يساوى قيمة الأصل الصافية للسهم . أما السعر الذى يباع به السهم فيساوى أيضاً قيمة الأصل الصافية للسهم مضافاً إليها مصروفات شراء إن وجدت . وعادة ما تقوم الشركة بحساب قيمة الأصل الصافية يومياً ، أو حتى مرتين فى اليوم الواحد . ويتم الحساب على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية التى يشتمل عليها صندوق الاستثمار ، وقت إجراء الحساب . وفى بعض الشركات يتم حساب قيمة الأصل الصافية على أساس القيمة السوقية لحظة إبرام صفقة البيع أو الشراء .

ولتوضيح كيفية حساب قيمة الأصل الصافية فى ظل إبرام صفقات البيع والشراء ، سوف نفترض أن الميزانية العمومية لشركة إستثمار معينة هى على النحو الموضع فى جدول ١ ــ ٢ .

جدول ١ ــ ٢
الميزانية العمومية لشركة الاستثمار
فى لحظة معينة فى يوم ما
(القيمة بآلاف الجنيهات)

القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للتشكيلة	٥٤٠٠
نقديـــة	٤٠٠
أوراق قبض	٨٠٠
	٦٦٠٠
خصوم متداولة	١٦٠٠
القيمة السوقية لحقوق الملكية	٥٠٠٠
القيمة السوقية للخصوم	٦٦٠٠

فلو أن عدد الأسهم التى فى حوزة الجمهور Outstanding هى ١٠٠ ألف سهم ، فإن قيمة الأصل الصافية للسهم الواحد تصبح ٥٠ جنيه ، وذلك تطبيقاً للمعادلة ١ ــ ١ التى سبقت الإشارة إليها .

$$\text{قيمة الأصل الصافية للسهم} = \frac{٦٦٠٠ - ١٦٠٠}{١٠٠} = ٥٠ \text{ جنيه}$$

ولو أن الشركة أصدرت ٨٠٠٠ سهماً جديداً وباعتها بسعر يعادل قيمة الأصل الصافية للسهم أى بمبلغ قدره ٤٠٠ ألف جنيه (٨٠٠٠ سهم × ٥٠ جنيه) فإن قيمة الأصل الصافية سوف تظل ٥٠ جنيه للسهم . كما تظل قيمة

الأصل الصافية على ما هى عليه لو استردت الشركة عدداً من الأسهم بسعر يعادل قيمة الأصل الصافية ، تطبيقاً للمعادلة ١ ـــ ١ أيضاً . أما لو انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للتشكيلة إلى ٥٠٠٠ جنيه بدلاً من ٥٤٠٠ جنيه ، حينئذ تنخفض قيمة الأصل الصافية إلى ٤٦ جنيه . والعكس يمكن أن يحدث لو ارتفعت القيمة السوقية للأوراق المالية التى تتضمنها التشكيلة .

$$\text{قيمة الأصل الصافية} = \frac{٦٢٠٠ - ١٦٠٠}{١٠٠} = ٤٦ \text{ جنيه}$$

ومما يذكر أن شركات الاستثمار فى الولايات المتحدة عادة ما تنشر أسعار الشراء Bid Price وأسعار البيع Ask Price or Offer Price لأسهمها فى صحيفة وول ستريت . ويتمثل سعر البيع كما سبق أن ذكرنا فى قيمة الأصل الصافية للسهم ، وذلك بالنسبة للصناديق التى لا يتحمل المستثمر فيها مصروفات شراء Loading Fees والتى تميز بالحرفين NL أى No Loading fees . أما بالنسبة لسعر البيع للصناديق التى يتحمل فيها المستثمر مصروفات شراء فتساوى قيمة الأصل الصافية مقسومة على القيمة (١ ـــ نسبة تكاليف الشراء التى يتحملها المستثمر) . ويصور جدول ١ ـــ ٣ الكيفية التى تنشر بها تلك الأسعار فى صحيفة وول ستريت ، وهى بيانات واقعية لبعض الصناديق ، نشرت فى يوم الاثنين ١٥ فبراير ١٩٩٣ ، وذلك عن الأسعار فى يوم الجمعة السابق .

وتنقسم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة إلى شركات تقوم بتسويق إصداراتها من الأسهم من خلال منافذ توزيع (رجال بيع أو بيوت السمسرة) فى مقابل رسوم شراء يدفعها المستثمر Loading Funds ، وشركات تقوم بتسويق أسهمها من خلال الإعلان عنها فى وسائل الإعلان أو بالبريد ، ومن ثم لا يتحمل المستثمر رسوماً للشراء[٩] No-Loading Funds . وبالنسبة للنوع

(٩) كما ذكرنا يقوم التحليل على فرض أن شركة الاستثمار تدير صندوق واحد . أما فى الحالات التى تدير فيه الشركة أكثر من صندوق . فحينئذ قد تكون هناك صناديق يتم التسويق فيها من خلال منافذ توزيع ، وصناديق أخرى لا يستعان فيها بمنافذ توزيع حيث تقوم إدارة الصندوق بتولى المهمة بنفسها .

جدول ١ ــ ٣

الكيفية التى تنشر بها الأسعار فى

صحيفة وول ستريت

للصناديق ذات النهاية المفتوحة

MUTUAL FUNDS

Friday, February 12, 1993.

Prices for U.S. investment companies, as quoted by the National Association of Securities Dealers. NAV stands for net asset value per share; the offering price includes net asset value plus maximum sales charge, if any. NL means there's no sales charge.

	NAV	Wkly. Chg.
AAL Mutual:		
Bond p	10.48	−.03
CapGro p	14.71	...
MunBd p	10.87	+.04
AARP Invst:		
CapGr n	32.53	−.80
GinieM n	16.07	−.06
GrwInc n	30.18	−.19
HQ Bd n	16.35	−.01
TxFBd n	18.00	+.06
ABT Funds:		
Emerg p	12.61	−.36
FL TF	11.08	+.05
GwthIn p	11.06	−.09
UtilInc p	13.40	+.03
AHA Funds:		
Balan n	12.41	−.13
Full	10.49	−.03
Lim	10.46	−.02
AIM Funds:		
AdjGv p	9.87	...
Chart p	8.70	−.11
Constl p	14.99	−.46
ConvYd p	14.52	−.18
HiYld p	5.70	−.03
IntlE p	9.01	+.01
LimMtTr p	10.20	−.01
Summit	9.68	−.22
TF Int	10.72	+.01
WeingEq p	16.99	−.33
AIM Funds C:		
AgrsvC p	18.93	−.37
GoScC p	10.25	−.08
GrthC p	11.99	−.27
HYldC p	9.58	−.03
DivGrA n	10.20	−.15
EqIdxA n	10.39	−.09
FocGrA	....	...
ShtDur	....	...
SIBdA n	20.24	−.02
SmCoInA n	10.39	−.09
USGvA	....	...
USTIdxA	20.43	...
Benham Group:		
AdjGov n	10.02	−.02
CaTFI n	11.09	+.01
CaTFIn n	10.15	+.04
CaTFS n	10.26	+.01
CalTFH n	9.22	+.02
CalTFL n	11.40	+.03
EqGro n	11.90	−.02
EurBd n	9.97	−.04
GNMA n	10.90	−.04
GoldIn n	7.99	+.31
IncGro n	14.35	−.06
NITFI n	10.88	+.01
NITFL n	11.66	+.06
Tar1995 n	90.31	−.17
Tar2000 n	64.08	−.58
Tar2005 n	43.33	−.36
Tar2010 n	30.83	−.07
Tar2015 n	22.69	+.23
Tar2020 n	15.50	+.17
TNote n	10.62	−.04
Berger Group:		
100 n	13.73	−.49
101 n	9.84	−.07
Bernstein Fds:		
GvSiDu n	12.71	...
ShtDur n	12.78	...
Strat t	14.74	−.23
TaxEx	12.04	+.04
US Gvt t	9.39	−.04
Util nf	13.89	+.03
ValAd t	18.74	−.24
WWInc	9.06	+.05
WldWd t	14.08	−.04
TC Cor t	10.77	−.24
TC Lat t	9.48	−.15
TCNorfp	10.13	...
Delaware Group:		
Trend p	13.36	−.30
Value p	18.62	−.15
Delcap p	23.85	−.58
Dectrl	17.06	−.13
DectrII p	13.47	−.16
Delawre np	18.72	−.09
Delch p	6.92	+.01
USGovt p	9.00	−.02
Treas p	10.10	−.03
TxUS p	12.25	+.05
TxIns p	11.40	+.04
TxFrPa p	8.49	+.03
Dimensional Fds:		
US Lrg	13.45	−.12
US Small n	7.84	−.03
US 6-10 n	11.05	−.08
Japan n	18.63	+.36
UK n	18.09	−.46
Cont n	11.05	−.02
Fixd n	102.29	−.27
GlBd	103.44	−.17
Govt n	105.49	−.28
IntGv	113.66	−.18
Diversa n	11.55	[illegible]

الأول عادة ما لا يقل الحد الأدنى لرسوم الشراء عن ١٪ من قيمة الأصل الصافية ، غير أنها ترتفع كلما انخفضت قيمة الصفقة وإن كانت لا تتعدى نسبتها فى ظل القانون الأمريكى عن ٨,٥٪ . إلا أن ما تجدر الإشارة إليه أن النسبة الفعلية لتلك الرسوم عادة ما تزيد على ذلك ، طالما أن مصروفات الشراء تخصم من أصل المبلغ المستثمر . فالمستثمر الذى يرغب فى استثمار ١٠٠٠ جنيه ، قد تخصم منه مصاريف شراء قدرها ٨٥ جنيه ، ليتبقى ٩١٥ جنيه تستثمر فى شراء الأسهم[١٠] .

هذا ولا تقتصر مهمة منفذ التوزيع على تسويق الأسهم بل تمتد إلى مساعدة المستثمر فى التخطيط المالى لموارده ، وفى اختيار صندوق الاستثمار الذى يناسب ظروفه . كما يزود المستثمر بالمنشور Prospecutus أى صحيفة التسجيل ، التى تتضمن معلومات عن طبيعة نشاط الشركة ، وأسماء أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين ، ونسخة من عقد تأسيس الشركة ولوائحها ، وما شابه ذلك .

وبالطبع لو أن الشركة من النوع الذى يسوق أسهمه مباشرة ـــ عادة من خلال وسائل الإعلام ـــ فلن يكون هناك محل لرسوم أو مصاريف الشراء ، ومن ثم لا يخصم شىء من المبلغ المراد استثماره . غير أن ما تجدر ملاحظته أن تلك الشركات عادة ما تفرض رسوم استرداد أو تصفية Redemption on Liquidation Fees إذا ما رغب المستثمر فى التخلص مما يملكه من أسهم . وتتراوح نسبة تلك الرسوم ما بين ١٪ ، ٨٪ من قيمة الأصل الصافية ، وذلك اعتماداً على مدة الاحتفاظ بالسهم .

فمثلاً المستثمر الذى يرغب فى التخلص من السهم بعد شرائه بثلاثة شهور ، قد يتكبد رسوم استرداد بمعدل ٦٪ . أما المستثمر الذى يعرض السهم للبيع بعد احتفاظه به لمدة خمس سنوات أو أكثر ، فقد لا يتكبد رسوماً

(١٠) تختلف رسوم أو مصاريف الشراء عن عمولة السمسرة . فعمولة السمسرة ـــ على عكس مصروفات الشراء ـــ تضاف إلى المبلغ المراد استثماره .

على الإطلاق . هذا ولقد أخذت بعض شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة موقفاً وسطاً . فهى تقوم بالتسويق المباشر لأسهمها من خلال رجال بيع تابعين لها ، فى مقابل تحمل المستثمر لمصروفات شراء لا تتجاوز نسبتها عن ٢٪ من قيمة الأصل الصافية . بل وقد عمدت بعض بيوت السمسرة وشركات التأمين التى تدير صناديقاً للاستثمار ، إلى عدم تحميل المستثمر لأى مصروفات مقابل أداء تلك الخدمة ، وذلك سعياً منها لجذب المستثمرين والمحافظة عليهم . هذا وسوف نعرض فى الفصل الرابع لكيفية حساب معدل العائد على الاستثمار للصناديق ذات النهاية المفتوحة .

الفصل الثانى
صناديق الاستثمار

تشكل شركة الاستثمار عدداً من الصناديق ، يدير كل منها فريق إدارة مستقل . ويمكن تصنيف تلك الصناديق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها ، كما يمكن تصنيفها على أساس هدف الصندوق ، والذى عادة ما يحدد بطريقة تلائم فئة معينة من المستثمرين .

تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة :

يمكن تصنيف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار فى أربع مجموعات : صناديق أسهم عادية ، وصناديق سندات ، وصناديق متوازنة ، ثم صناديق سوق النقد .

١ ـــ صناديق الأسهم العادية

على الرغم من أن صناديق الأسهم العادية Common Stock Funds تشتمل فقط على أسهم عادية ، فإنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم . فهناك الصناديق التى تركز على الأسهم العادية التى تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو ، وهناك صناديق تركز على الأسهم التى تصدرها المنشآت العاملة فى صناعة معينة بل وربما المنشآت العاملة فى منطقة جغرافية معينة ... وهكذا . لذا فإن القرار الأول الذى ينبغى أن يتخذه المستثمر هو ما إذا كان يرغب فى استثمار أمواله فى أسهم عادية أم لا ؟. وإذا كانت الإجابة بنعم ، حينئذ يصبح قراره التالى هو اختيار نوعية الأسهم التى يفضلها .

ونميز فى هذا الصدد بين نوعين من الصناديق : صناديق تدار باستمرار ويقظة ، وصناديق لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة . ويقصد بالصناديق التى تدار باستمرارية ويقظة Actively managed Funds تلك التى تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التى تتداول فى السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية Intrinsic Value لتتخلص من تلك التى يزيد سعرها عن

قيمتها الحقيقية ولتشترى تلك التى يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية . أما الصناديق التى تحظى بقدر ضئيل من الإدارة Passively Hanaged Funds فهى تلك التى لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً يذكر لاختيار التشكيلة ، فهى تسعى إلى تحقيق عائد يماثل العائد الذى محفظة السوق . ومن ثم فإنها تكتفى بتشكيل مكونات الصندوق من ذات تشكيلة الأوراق المالية (الأسهم) التى يتكون منها أحد مؤشرات السوق[1] . ويطلق على هذا النوع من الصناديق بصناديق المؤشر Index Funds .

وتقوم فكرة صناديق المؤشر على فرض أن السوف كفء ، بمعنى أن سعر السهم فى السوق يعكس كافة المعلومات المتاحة التى لها أثر على قيمته السوقية . وفى ظل هذا الفرض لن يكون هناك سهم يباع بسعر أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية ، ولن يكون من المجدى لإدارة صندوق الإستثمار أن تبذل الجهد وتنفق المال للبحث عن الأسهم التى تباع بسعر أقل أو أكثر من قيمتها الحقيقية . ولكى تحقق تلك الصناديق عائداً يساوى العائد على محفظة السوق ، يصبح لزاماً على الإدارة أن يتضمن الصندوق مجموعة من الأوراق المالية تماثل تلك التى يتكون منها المؤشر المستهدف ، مثل مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ أو غيره من المؤشرات .

ومن أهم التحديات التى تواجه تلك الصناديق هو أنه قد يصعب على إدارة الصندوق المحافظة على مكونات التشكيلة ، بذات النسب التي تتكون منها تشكيلة المؤشر المستهدف . أما السبب فهو أن الموارد المالية تأتى للصندوق بصفة مستمرة . وفى ظل صندوق يتكون من أسهم تصدرها ٥٠٠ منشأة مثلاً ، قد لا يكون من الاقتصاد فى شئ توزيع الموارد الجديدة ــ التى تصل يومياً ــ على شراء ٥٠٠ مجموعة من الأسهم ، وبذات النسب التى يتكون منها المؤشر المستهدف . وتزداد صعوبة المسألة عندما تكون الموارد المتوفرة فى يوم ما قليلة نسبياً .

(١) للمزيد عن تلك المؤشرات ومكوناتها ، يمكن للقارئ الرجوع إلى كتاب الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، للمؤلف .

٢ ــ صناديق السندات

يقصد بصناديق السندات Bond Fund تلك التى تتكون من سندات فقط . وفى هذا الصدد توجد صناديق تتكون من تشكيلة من سندات تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التى تصدرها الحكومة ، بشكل يتسنى معه خدمة قطاع معين من المستثمرين . وهناك الصناديق التى تتكون من سندات مرتفعة الجودة ، التى تولد عائد منخفض نسبياً ولكنها تنطوى على مستوى منخفض من المخاطر ، بما يتناسب مع ظروف المستثمر غير الراغب أو غير القادر على تحمل المخاطر . كذلك توجد الصناديق المختلطة أى تلك التى تشتمل على مجموعات من السندات تتباين من حيث الجودة ، وتتباين معها المخاطر والعائد المتولد ، بما يتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين ، متفاوتة من حيث الرغبة والقدرة على تحمل مخاطر أكبر .

ولا يقتصر الأمر على تلك الصناديق ، فهناك كذلك الصناديق التى تتكون فقط من سندات تصدرها الحكومات المحلية ، كما هو الحال فى الولايات المتحدة الأمريكية . وتتميز تلك الصناديق بأن عائدها معفى من الضريبة ، كما قد تتيح إدارة الصندوق للمستثمر فرصة الحصول على نصيبه من العائد على أساس شهرى . هذا ويبلغ الحد الأدنى للاستثمار فى مثل هذه الصناديق ٥٠٠٠ دولار .

٣ ــ الصناديق المتوازنة

يقصد بالصناديق المتوازنة Balanced Funds تلك التى تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت محدد ، مثل السندات التى تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال ، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ، والأسهم الممتازة . لذا يطلق عليه أيضاً بالصناديق المنوعة Diversified Funds . وبالطبع تختلف نسبة الأسهم العادية باختلاف الأهداف المحددة للصندوق . فعندما يكون من بين الأهداف تحقيق عائد مرتفع نسبياً مع الرغبة فى تحمل مخاطر متوسطة نسبياً ، يتوقع أن ترتفع ــ إلى حد ما ــ نسبة الأموال

التى يستثمرها الصندوق فى الأسهم العادية ، والعكس صحيح . أما عندما يكون فى مقدمة الأهداف تحمل المستثمر لحد أدنى من المخاطر ، حينئذ ترتفع نسبة الأموال المستثمرة فى الأوراق المالية ذات العائد الثابت ، وذلك على حساب الاستثمار فى الأسهم العادية . وعلى العموم فإنه فى ظل مثل هذا الخليط ، يتوقع أن يكون معامل بيتا للتشكيلة أقل من الواحد الصحيح ، وهو ما يعنى أن القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق لا ترتفع أو تنخفض بنفس نسبة الارتفاع أو الانخفاض فى المستوى العام لأسعار السوق ، أى بنفس مستوى التغير فى القيمة السوقية لمحفظة السوق .

٤ ــ صناديق سوق النقد

يقصد بصناديق سوق النقد Money Market Funds تلك الصناديق التى تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل ، التى عادة ما تتداول فى سوق النقد أى من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية ، إضافة إلى بيوت السمسرة المتخصصة فى التعامل فى تلك الأوراق . ومن الأمثلة على الأوراق المالية قصيرة الأجل أذونات الخزانة ، وشهادات الإيداع (الاستثمار) ، والكمبيالات المصرفية . ولقد ظهرت تلك الصناديق لأول مرة فى الولايات المتحدة فى عام ١٩٧٣ ، وذلك عندما وصل العائد المتولد عن الاستثمار فى تلك الأوراق مستوى مرتفع لم يسبق لها الوصول إليه .

وإذا ما تأمل القارئ السمات المميزة لتلك الصناديق ، لاتضح أنها تستجيب لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان فى مقدمة أهدافهم الاستثمارية . فالصندوق يتكون من أوراق مالية لا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة ، كما أنها أوراق صادرة عن الحكومة أو المؤسسات المالية ، وهى جهات تأتى الأوراق المالية الصادرة عنها فى مقدمة الأوراق مرتفعة الجودة . بل ونضيف أن تلك الصناديق قد نجحت فى جذب المستثمر المحافظ الذى كان عادة ما يفضل استثمار أمواله من خلال الودائع المصرفية . أما السبب فهو أنها تدر فى غالبية الأحيان ، عائداً يفوق الحد الأقصى لسعر الفائدة

المقرر على الودائع ، فى الوقت الذى لا يتحمل فيه المستثمر تكاليف شراء لحصص الصندوق No-Load Fund .

يضاف إلى ذلك أن هذا النوع من الصناديق يعطى للمستثمر الحق فى السحب منها فى أى وقت دون تعرضه للغرامة ، بل ويمكنه تحرير شيكات فى مقابلها . ولكن كيف له ذلك ؟ تبرم إدارة الصندوق اتفاقاً مع أحد البنوك فى هذا الشأن ، وذلك فى مقابل قيام المستثمر برد عدد من الأسهم التى يملكها تساوى فى قيمتها قيمة المبلغ المسحوب . كل ذلك بشرط أن لا يقل المبلغ المسحوب عن حد معين تقرره إدارة الصندوق . وعادة ما يكون الحد الأدنى للمشاركة فى أموال تلك الصناديق كبيراً نسبياً . ففى الولايات المتحدة الأمريكية يصل الحد الأدنى لبعض الصناديق إلى ١٠٠٠٠ دولار . هذا وتصدر صحيفة وول ستريت فى كل يوم اثنين قسم خاص عن صناديق سوق النقد فى الولايات المتحدة ، يتضمن متوسط تواريخ الاستحقاق للتشكيلات (المحافظ) التى تتكون منها الصناديق المختلفة ، وكذا متوسط العائد على الاستثمار لكل صندوق .

ونضيف أنواع أخرى من الصناديق من بينها الصناديق التى تتكون من سندات وأسهم ممتازة Bond and Preferred Stock Funds والصناديق التى تتكون من استثمارات فى صناديق استثمار أخرى Mutual Fund Funds . وهناك أيضاً الصناديق ذات السمات الخاصة Speciality or Sector Funds وهى صناديق تتكون من أوراق مالية للمنشآت التابعة لصناعة معينة ، أو من أوراق مالية لمنشآت تجمعها سمات مشتركة مثل صناديق الأوراق المالية للمنشآت صغيرة الحجم ، أو التى هى فى مرحلة النمو . أما صناديق الأداء Performance (Go-Go) Funds فهى صناديق هجومية تخضع تشكيلاتها للتغيير والتبديل المستمر . فإدارة مثل هذه الصناديق لا تتردد فى التخلص من أسهم منشأة معينة ، إذا ما حدث تحسن ــ ولو طفيف نسبياً ــ فى قيمتها السوقية ، إذا كان ذلك من شأنه تحقيق أرباح رأسمالية صافية مهما تضاءل حجمها .

تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة

يتحدد هدف صندوق الاستثمار بطريقة تجذب له فئة معينة من المستثمرين . وفى هذا الصدد نميز بين أربعة أهداف أساسية هى : النمو ، والدخل ، والدخل والنمو ، وإدارة الضريبة . إضافة إلى نوع خامس هو الصناديق ذات الأهداف المزدوجة .

١ ـ صناديق النمو

يهدف القائمون على إدارة صناديق النمو Growth Funds إلى تحقيق تحسن فى القيمة السوقية للتشكيلة التى يتكون منها الصندوق . لذا عادة ما تشتمل على أسهم عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو ، بل وربما لمنشآت معينة ـ فى داخل تلك الصناعات ـ تظهر سجلاتها نمواً مضطرداً فى المبيعات ، وفى الأرباح المحتجزة التى تنعكس آثارها على القيمة السوقية للسهم ، أى على نمو الأموال المستثمرة . وبإعادة استثمار الأرباح المحتجزة يتولد المزيد من الأرباح التى يعاد استثمارها مرة أخرى ، لتنعكس على القيمة السوقية للسهم وهكذا .

وعادة ما تناسب تلك الصناديق المستثمرين الذين يرغبون فى تحقيق عائد مرتفع ، فى الوقت الذى يخضعون فيه لشريحة ضريبية عالية ، خاصة فى ظل نظام يكون فيه معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد (الربح الإيرادى) مرتفع عن معدل الضريبة على الربح الرأسمالى (أى الربح الناجم عن بيع الاستثمار بقيمة أكبر من القيمة الذى سبق أن اشترى به) . كما قد تناسب تلك الصناديق كذلك المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم فيها لتغطية نفقات معيشتهم .

٢ ـ صناديق الدخل

تناسب صناديق الدخل Income Funds أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم فى تغطية أعباء معيشتهم . لذا عادة ما تشتمل التشكيلة

على سندات وعلى أسهم منشآت كبيرة ومستقرة Blue-Chip توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة . مثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة ، أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق ، وهو ما يعنى عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية .

٣ ــ صناديق الدخل والنمو

تستهدف صناديق الدخل والنمو Partially Income, Partially Growth Funds أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم فى تغطية أعباء المعيشة ، ويرغبون فى نفس الوقت فى تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم ، مثل هذه الصناديق عادة ما تتكون من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الصناديق المتوازنة) . وعادة ما تُمَثَّل الأسهم العادية بتشكيلة واسعة ، قد تتضمن أسهم منشآت الخدمة العامة (مياه ، كهرباء ، تليفون ...) فى مناطق تتسم بمعدل مرتفع للنمو السكانى . ويمكن التمييز فى هذا الصدد بين صناديق الدخل والنمو Income-Growth التى تعطى فيها الأولوية لهدف الدخل ، وصناديق النمو والدخل Growth-Income التى تعطى فيها الأولوية لهدف النمو .

٤ ــ صناديق إدارة الضريبة

يقصد بصناديق إدارة الضريبة Tax-Managed Funds تلك الصناديق التى لا تجرى توزيعات على المستثمرين ، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح ، فى مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها . وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً . فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم ، أما وعائها فهو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلى المستثمر . هذا النوع من الصناديق ربما يلائم المستثمر الذى يرغب فى تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة ، كما قد يلائم المستثمر الذى يخضع لشريحة ضريبية عالية ، فى ظل نظام ضريبى يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإيرادى أكبر من مثيله على الربح الرأسمالى .

٥ ـــ الصناديق ذات الأهداف المزدوجة

الصناديق ذات الأهداف المزدوجة Dual - Purpose Funds or Dual Funds هى نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة ، التى يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين : المستثمرون الذين يهدفون إلى الحصول على دخل Income من استثماراتهم ، ربما لاعتمادهم على ذلك الدخل فى تغطية أعباء معيشتهم ، والمستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد لاستثماراتهم خاصة إذا ما كان معدل الضريبة على التوزيعات يقل عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية .

ولتلبية تلك الأهداف يصدر الصندوق عند إنشائه نوعين من الأسهم : أسهم دخل Income Shares وأسهم نمو Growth Shares أى أسهم يتوقع أن يتولد عنها أرباح رأسمالية Capital Shares . وعادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية . أما حصيلة بيع أسهم الدخل فتشترى بها أوراق مالية تدر عائداً دورياً مرتفعاً ، فى حين تستخدم حصيلة أسهم النمو فى شراء أسهم شركات عرف عنها ميلها لاحتجاز الأرباح . هذا وعادة ما تتراوح فترة ممارسة الصندوق لنشاطه بين عشر سنوات وعشرون سنة . وهذا بالطبع لا يمنع من إعادة تأسيس الصندوق أو حتى تحويله إلى صندوق ذات نهاية مفتوحة .

وتستخدم حصيلة بيع الأسهم المصدرة مناصفة فى شراء تشكيلة من الأوراق المالية يتوافر فيها سمة الدخل وسمة النمو . وخلال فترة بقاء الصندوق فى مزاولة النشاط ، يحصل حملة أسهم الدخل على عائد يتمثل فى جزء أو كل الفوائد والتوزيعات المتولدة عن التشكيلة ، دون النظر إلى ما إذا كان العائد المتولد مصدره أسهم الدخل أو أسهم النمو . وعادة ما ينص فى قانون إنشاء الصندوق على ضمان حصول حملة أسهم الدخل على حد أدنى من العائد سنوياً . . وعند انقضاء الصندوق لانتهاء فترة مباشرة نشاطه ، يسترد حملة أسهم الدخل قيمة الاسترداد المحددة التى عادة ما تمثل قيمة الاستثمار الأصلى ، مضافاً إليها أى دخل تحقق فى سنة ماضية ولم يتم توزيعه على حملة تلك

الأسهم . أما حملة أسهم النمو فيحصلون على كل ما تبقى من قيمة بيع التشكيلة المكونة للصندوق .

وقد يكون من الملائم فى هذا الصدد إلقاء الضوء على الفلسفة التى يقوم عليها هذا النوع من الصناديق ، وذلك بالإشارة إلى أن كل فئة من فئتى المستثمرين يستخدم استثمارات الفئة الأخرى لتحقيق أهدافها . فالفوائد والتوزيعات المتولدة عن الأوراق المالية المشتراه من حصيلة بيع أسهم النمو يحصل عليها حملة أسهم الدخل ، والأرباح الرأسمالية المتولدة عن الأوراق المالية المشتراه من حصيلة أسهم الدخل يحصل عليها حملة أسهم النمو .

وكما يبدو فإن إدارة هذا النوع من الصناديق تواجه نوع من تعارض الأهداف . فالسياسة الاستثمارية التى تعظم الربح الإيرادى (التوزيعات والفوائد) المتولد عن التشكيلة من خلال زيادة نسبية فى أسهم الدخل ، تترك أثراً عكسياً على هدف تحقيق الربح الرأسمالى ، والعكس صحيح . حقاً هناك قيود على السياسات الاستثمارية التى تستهدف الحد من هذا التعارض ، إلا أن تطبيق تلك السياسات يتوقف على الطريقة التى تنفذ بها . وفى ظل عدم التأكد بشأن السياسات وكيفية تطبيقها ، يعانى فئتى المستثمرين من عدم التأكيد بشأن العائد المتولد . وبسبب عدم التأكيد المشار إليه لم تحظى تلك الصناديق بقبول الكثير من المستثمرين ، وهو ما مثل قيداً على نموها .

مزايا صناديق الاستثمار

قد يكون من الملائم أن نختتم هذا الفصل بالتعرض لأهم مزايا الاستثمار فى أسهم شركات الاستثمار ، والتى تتمثل فى الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة ، وتخفيض المخاطر نتيجة للتنويع ، وتوفير قدر من المرونة للمستثمرين ، وتزويد المستثمرين بخدمات متنوعة .

١ ــ الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة

فى حالة الاستثمار المباشر أى فى حالة قيام المستثمر بشراء أسهم المنشآت من

السوق المنظم و غير المنظم ، يصبح لزاماً عليه الاضطلاع بنفسه بكافة متطلبات العملية . فهو يتخذ القرار الاستثمارى بنفسه بما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة ، ويحتفظ بسجلات كافة المعاملات للأغراض الضريبية . ليس هذا فقط بل عليه كذلك أن يراقب حركة الأسعار فى السوق ، لعله يكتشف أسهماً تباع بأقل من قيمتها الحقيقية فيضمها إلى محفظة استثماراته ، أو يكتشف أسهماً ضمن محفظته تباع بسعر أقل من قيمتها الحقيقية فيتخلص منها . بل وعليه أن يختار التوقيت المناسب لمثل هذه القرارات . إضافة إلى ضرورة متابعته المستمرة لمستوى مخاطر المحفظة ، للتأكد من أنها مازالت فى حدود المستوى المقبول من وجهة نظره . كل هذه المهام يلقى بمسئوليتها على الإدارة المحترفة التى تتولى إدارة صندوق الاستثمار ، وذلك إذا ما فضل المستثمر توجيه موارده المتاحة إلى شراء أسهم إحدى شركات الاستثمار .

بل وهناك من يدعى أن اضطلاع إدارة محترفة بالمهام المشار إليها من شأنه أن يسفر عن تحقيق معدل عائد مرتفع ، عما كان يمكن أن يحققه المستثمر العادى الذى يستثمر أمواله بنفسه . فشركة الاستثمار عادة ما تستخدم مستشارين استثماريين محترفين وباحثين متميزين ، بما يمكنها من إدارة استثماراتها بمستوى عالى من الكفاءة . يضاف إلى ذلك أن المركز التفاوضى للشركة بشأن عمولة السمسرة عادة ما يكون قوياً ، وذلك نتيجة لضخامة الصفقات التى تبرمها . ومع هذا فإن بعض الدراسات التطبيقية لم تؤيد هذا الادعاء . ذلك أن تكاليف البحث والدراسة التى تضطلع بها الإدارة المحترفة ربما تعادل الزيادة فى العائد المتولد عن الاستثمارات التى تديرها .

٢ ــ التنويع الكفء

فى مقدمة مزايا شركات الاستثمار هى قدرتها على تنويع التشكيلة التى يتكون منها صندوق الاستثمار ، بطريقة تسهم فى تخفيض المخاطر التى يتعرض لها حملة أسهمها . فصندوق الاستثمار ربما يتضمن أوراقا مالية لعشرات بل ربما لمئات من المنشآت . حقاً قد يكفى المستثمر تشكيل محفظة تتكون من عشرة أو خمسة عشرة ورقة مالية ، إلا أن هذا قد لا يتاح للكثير من المستثمرين .

ففى السوق الأمريكية لا يستطيع مستثمر يمتلك ١٠٠٠٠ دولار سوى أن يشكل محفظة تتكون من أوراق مالية تصدرها أربعة أو خمسة منشآت . أما السبب فهو ضرورة شراء كميات غير كسرية من كل ورقة تصدرها جهة معينة[٢] . فشراء كميات كسرية لعشرة أو خمسة عشرة منشأة ربما يحقق له التنويع المنشود ، إلا أنه قد يتكبد فى سبيل ذلك تكاليف عالية من شأنها أن تلتهم جزءاً كبيراً من العائد المتولد . بل وقد ينتهى الأمر إلى تعرضه للخسائر . فشراء الكميات الكسرية فضلاً عن أنه ينطوى على عمولة سمسرة مرتفعة ، فإن سعر الورقة داخل الكمية الكسرية عادة ما يفوق Odd Lot Differential سعر ذات الورقة إذا ما اشتريت فى كمية غير كسرية ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه .

وأمام هذه الظروف يجد المستثمر الصغير نفسه أمام بديلين : البديل الأول أن يتجاهل المخاطر ، ويستثمر القدر الضئيل من الموارد المتاحة له فى ورقة مالية واحدة يتوقع أن يتولد عنها عائد مرتفع . هذا الاختيار يعنى ــ ضمنياً ــ أن المستثمر يضع كل ما يملكه من بيض فى سلة واحدة "Putting All of The Eggs in One Pasket" . وهو ما يعرضه لقدر كبير من المخاطر ، قد يضيع معها المبلغ المستثمر ذاته .

أما البديل الثانى فهو أن يتخذ موقفاً محافظاً وذلك بأن يستثمر أمواله فى سند حكومى أو سند مرتفع الجودة تصدره إحدى منشآت الأعمال . فى هذه الحالة سوف تنخفض المخاطر غير أن العائد يتوقع أيضاً أن يكون منخفض نسبياً . أما لو قرر المستثمر توجيه موارده لشراء أسهم إحدى شركات الاستثمار فإن موقفه سوف يكون أفضل . ففى الولايات المتحدة لا يتجاوز الحد الأدنى المصرح به للإستثمار فى أسهم تلك الشركات عن ١٠٠٠ دولار .

(٢) الكمية الكسرية أقل من ١٠٠ سهم (أو سند) . أما الكمية الكسرية فهى ١٠٠ سهم (أو سند) أو مضاعفاتها . ومما يذكر أن شراء ١٢٠ سهم (أو سند) مثلاً يعنى أن هناك كمية كسرية قدرها ٢٠ سهم (أو سند) .

وبهذا المبلغ الضئيل يمتلك المستثمر عدداً من أسهم الشركة ، يمثل كل سهماً منها حصة فى تشكيلة من أوراق مالية على درجة عالية من التنويع .

بل ونضيف أن المستثمر الصغير الذى تحدوه الرغبة فى الاستثمار فى سهم تصدره منشأة معينة ، يمكنه أن يخصص جزء من موارده لشراء أسهم شركة استثمار ، على أن يستخدم الجزء الباقى للاستثمار فى أسهم المنشأة المعنية . حقاً سوف تتكون محفظته الشخصية من أسهم منشأتين فقط (أسهم شركة الاستثمار ، وأسهم المنشأة الأخرى) إلا أنها محفظة على درجة عالية من التنويع . ذلك أن سهم شركة الاستثمار هو فى حقيقة أمره محفظة تتكون من عدد كبير من الأوراق المالية تصدرها جهات متعددة .

وهكذا يمكن للمستثمر من خلال هذا النوع من المحافظ أن يتغلب بنفسه على أهم عيوب شركات الاستثمار ، وهى أن المستثمر الذى يوجه كافة مدخراته لشراء أسهم تلك الشركات ، لا يكون له دور فى تشكيل محفظة أوراقه المالية ، فمحفظة أوراقه المالية (المتمثلة فى سهم الشركة) تتحدد مكوناتها بقرار من إدارة الشركة . أما فى ظل المحفظة الشخصية التى تضمنت ــ إضافة إلى سهم شركة الاستثمار ــ أوراقاً مالية أخرى ، فإن الأمر يصبح مختلفاً .

٣ ــ المرونة والملاءمة :

فى شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة ، يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق إلى آخر ، وذلك فى مقابل رسوم ضئيلة . هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة لأولئك المستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن . بل ونضيف أن تلك الشركات تقف مستعدة على الدوام لاسترداد أسهمها إذا ما رغب المستثمر فى التخلص منها كلياً أو جزئياً . يتم ذلك بسعر عادل يتمثل فى قيمة الأصل الصافية للسهم . بل ويمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية استثماراته دفعة واحدة ، أو على دفعات شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية Installment Plan . كما يمكنه أن يبقى

رأس المال المستثمر ويسحب فقط الدخل المتولد عنه ، كما أن له أن يعيد استثمار ذلك الدخل إذا أراد .

وإذا كان يمكن للمستثمر سحب مستحقاته على دفعات ، فإنه يمكنه أيضاً شراء أسهم شركة الاستثمار على دفعات ، خلال سنة بل وربما سنوات . يتم ذلك بقيام المستثمر بفتح حساب لدى أمين عادة ما يكون بنكاً تجارياً تحدده شركة الاستثمار ، حيث يتم إيداع الدفعات فى ذلك الحساب ، على أن يقوم البنك باستثمارها فى أسهم الصندوق المختار ، وذلك على النحو الذى سنعرض له فى الفصل الثالث .

٤ ـــ تنشيط حركة أسواق رأس المال

فى دول العالم الثالث التى اتجهت إلى إنشاء أسواق لرأس المال ، تبدو الحاجة ملحة لأدوات استثمارية تسهم فى تنشيط حركة تلك الأسواق . وهنا تبدو أهمية الدور المتميز الذى يمكن أن تلعبه شركات الاستثمار ، من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين فى تلك البلدان . فخاصية التنويع التى تتسم بها صناديق الاستثمار التى تديرها تلك الشركات ، وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار ، من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلى الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال وكذا المستثمرين محدودى الموارد ، لأن يستثمروا مدخراتهم فى شراء أسهم شركات الاستثمار ، التى تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها فى بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة فى أسواق رأس المال .

ويعتقد المؤلف أن شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة تلعب دورين منفصلين فى هذا الصدد . فتلك الشركات تبنى تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة فى الأسواق مما يسهم فى تنشيط حركة تلك الأسواق . كذلك فإن أسهم الشركة ذاتها ـــ على عكس أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة ـــ تعرض للتداول العام ، مما يعنى إضافة المزيد من الأوراق المتداولة فى أسواق

رأس المال . هذا لا يعنى بالطبع تفضيل للشركات ذات النهاية المغلقة على الشركات ذات النهاية المفتوحة . فالشركات ذات النهاية المفتوحة تتيح للمستثمر فرصاً وظروف استثمارية أكثر جاذبية ، وهو ما ينعكس إيجابياً فى النهاية على نشاط السوق .

ونضيف أن مزايا شركات الاستثمار لا تقتصر على الاستفادة بما تتميز به الإدارة المحترفة من مهارات ، وتخفيض المخاطر ، وتلبية أهداف المستثمرين ، وتحقيق عائد متميز ، بل تمتد للعمل الدائب لضمان المحافظة على السمات المميزة للصندوق ، خاصة من حيث العائد والمخاطر . إلى جانب ميزة سادسة هى إدارة حساب العميل مثل القيام بإعداد سجل الضرائب المستحقة عليه ، وإعادة استثمار التوزيعات المستحقة له ، وما شابه ذلك .

وإذا كان لشركات الاستثمار كل هذه المزايا ، فهى تعانى أيضاً من عيب جوهرى يجعلها أداة استثمارية غير ملائمة ، لأولئك الذين يخططون لاستثمار أموالهم لفترة قصيرة . ونقصد بذلك ارتفاع التكاليف التى يتكبدها المستثمر ، على النحو الذى سنعرض له فى الفصل الثالث ، وذلك عند تناول تكاليف الاستثمار . يضاف إليها عيب آخر يرتبط أساساً بشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة ، وهى ضرورة توفر مستوى ملائم من السيولة على الدوام ، بما يمكن الشركة من دفع قيمة استرداد أسهمها فى أى لحظة يطلب فيها المستثمر ذلك . وغنى عن البيان أنه كلما ارتفع مستوى السيولة ، ارتفعت تكلفة الفرصة الضائعة أى كلما زاد العائد الضائع الذى كان يمكن تحقيقه لو أن تلك الأموال السائلة قد أعيد استثمارها . وبالطبع يتحمل المستثمر فى النهاية عبء تلك التكاليف .

الفصل الثالث

تنظيم وإدارة شركات الاستثمار
وسبل تقييم أدائها[1]

عرض الفصل الأول لماهية شركات الاستثمار التى هى الأب الروحى لصناديق الاستثمار . فقد ألقى الضوء على وظائفها ، وأنواعها . وفى الفصل الثانى تناولنا تشكيلات الصناديق التى تديرها ، ثم مزاياها الرئيسية . وقد خلصنا إلى أن لتلك الشركات أهمية خاصة لدول العالم الثالث ، التى أنشئت حديثاً أسواقاً لرأس المال . فتلك الشركات من شأنها أن تساهم فى جذب الموارد من صغار وكبار المستثمرين على السواء ، كما أن تنويع استثماراتها من شأنه أن يسهم فى تخفيض المخاطر التى يتعرض لها عائد أسهمها ، وهو ما يعد بدوره عامل جذب للمستثمرين قليلى الخبرة والدراية فى شئون الاستثمار . وفى هذا الفصل يكتمل الإطار الأساسى لتناول تلك الشركات ، وذلك بمناقشة الكيفية التى يتم بها تنظيمها وإدارتها .

البناء التنظيمى لشركة الاستثمار

كما يبدو من مسمى شركات الاستثمار ، أنها تأخذ الشكل التنظيمى للشركات Corporations . فهناك مديرون يقررون سياسة الشركة بناء على قانون تأسيسها ، ويشرفون على محافظ الاستثمار ، ويختارون المديرون التنفيذيون . وبالنسبة للسلطة المركزية لتلك الشركات ، فعادة ما تكون فى يد الكفيل الذى أسسها . وقد يكون الكفيل بنكير استثمار Investment Banker وهو مؤسسة تتولى شئون إصدار الأوراق المالية للمنشآت ، كما قد يكون بيت للمشورة فى شئون الاستثمار Investment Councel or Advisory Firm وهى بيوت متخصصة فى بيع خدمة البحث والمشورة للغير ، أو بيت للسمسرة Brokerage House يتعامل فى الأوراق المالية بيعاً وشراءً . كما قد يكون الكفيل شركة تأمين Insurance Company يتوافر لديها كم هائل من الموارد المالية التى تسعى إلى استثمارها .

(١) سيتركز هذا الفصل على ما يجرى عليه العمل فى السوق الأمريكية .

وبالنسبة للقرارات النهائية فى شأن سياسات الاستثمار فعادة ما تقع ضمن مسئولية مدير صندوق الاستثمار المختص . أما بالنسبة لنشاط البحوث والمشورة فقد يسند للعاملين بالشركة ، أو قد يعهد به لبيوت أو مكاتب متخصصة . وفى بعض الأحيان قد يتم الاتفاق بين عدد من شركات الاستثمار على تبادل المشورة فيما بينها ، من خلال وحدات متخصصة ضمن بنائها التنظيمى . ومما يذكر أن بنكيرات الاستثمار أو بيوت المشورة التى تنشئ شركات استثمار ، عادة ما تستهدف من إنشاء الشركة تسويق خدماتها إليها .

ونضيف أنه فى حالة استئجار خدمات البحث والمشورة من منشآت متخصصة ، لن تكون هناك حاجة لبناء تنظيمى لشركة الاستثمار ، ومن ثم فقد يقتصر الأمر على وحدة لصياغة السياسات تتكون من مديرى صناديق الاستثمار . وبالنسبة لخدمة حفظ وصيانة الأوراق المالية المملوكة للشركة ، فعادة ما يوكل أمرها ــ فى هذه الحالة ــ إلى أحد البنوك أو أحد بيوت السمسرة . مثل هذا الاتجاه من شأنه أن يؤدى إلى تخفيض تكاليف الإدارة .

إدارة شركة الاستثمار

شركة الاستثمار ــ على فرض أنها تشتمل على صندوق واحد ــ هى شركة تتمثل أصولها أساساً فى تشكيلة (محفظة) من أوراق مالية من النوع الذى يسهل تسويقه . ويتولى شئون إدارة المحفظة وباقى المهام شركة إدارة منفصلة Management Company يتم استئجارها لهذا الغرض ، وذلك بقرار من مجلس إدارة شركة الاستثمار . هذا هو الوصف القانونى لإدارة شركة الاستثمار . أما ما يحدث فهو أمر مثير ، ينطبق عليه التساؤل الشائع وهو هل الدجاجة أتت أولاً أم البيضة ؟

ويبدو أن الإجابة هنا هى أن البيضة هى التى أتت أولاً . فشركة الاستثمار تبدأ بمجموعة من المديرين أو بيت للمشورة ، يقوم باختيار مجلس إدارة الشركة (وإلى هنا لم تبدأ الشركة بعد) الذى يبدأ فى التأسيس الفعلى للشركة ، وذلك بإبرام عقد مع بيت المشورة (الذى سبق أن أختار أعضاء

المجلس) ليتولى الإدارة الفعلية . ويطلق على بيت المشورة حينئذ بشركة الإدارة ، التى تتولى تعيين إدارة مستقلة لكل صندوق[٢] .

وعادة ما يوضح العقد واجبات شركة الإدارة ، والاتعاب Fees التى سوف تحصل عليها فى مقابل اضطلاعها بتلك الواجبات . وتتحدد الأتعاب بنسبة مئوية قد تصل إلى ١,٥٪ من القيمة الكلية للمال المستثمر . أما واجبات الإدارة ففى مقدمتها البحث عن الأوراق المالية التى يمكن ضمها إلى التشكيلة التى يتكون منها الصندوق ، وإدارة الصندوق ، والواجبات الإدارية الأخرى مثل إصدار أسهم الشركة ، والاضطلاع بكافة المهام الإدارية المتصلة بتسويق الأسهم وإعادة شرائها ، وما شابه ذلك .

ونضيف أنه لما كانت رسوم الخدمة تتحدد على أساس القيمة الكلية للاستثمار فى الصندوق ، فإن شركة الإدارة عادة ما تعمل على تأسيس أكبر عدد ممكن من الصناديق ، لتلبى احتياجات مختلف فئات المستثمرين . مثل هذا الإجراء يتوقع أن ينعكس إيجابياً على الرسوم التى تحصل عليها شركة الإدارة ، كما يتمخض عنه العديد من مزايا الحجم الكبير Economies of Scale التى تعود بالنفع على المستثمرين .

وحتى يكتمل لدى القارئ إطار كامل عن إدارة شركات الاستثمار ، قد يكون من الملائم أن نعرض فى هذا القسم لسياسات الاستثمار الرئيسية التى تحكم إدارة صناديق الاستثمار ، والتكاليف المقرر أن يتحملها المستثمر ، والكيفية التى يمكن بها للمستثمر أن يشترى أسهم الشركة ، وأخيراً إدارة حساب العميل .

١ ــ سياسات الاستثمار

تختلف شركات الاستثمار فيما بينها فى شأن سياسات الاستثمار Investment Policies المتبعة . ويأتى فى مقدمة هذه السياسات سياسة تنويع المحفظة أى

(٢) هناك شروط لابد من توافرها فى تشكيل مجلس الإدارة ، سنعرض لها تفصيلاً فيما بعد .

سياسة تنويع مكونات صندوق الاستثار . فهناك شركات تفترض أن المستثمر يوجه كل مخصصات الاستثار لشراء أسهمها ، بما يعنى أنه ليس له محفظة أوراق مالية خاصة به . فى ظل هذا التصور يصبح من المتوقع أن يتضمن الصندوق تشكيلة من الأوراق المالية على درجة عالية من التنويع . وعلى النقيض من ذلك هناك شركات تفترض أن المستثمر يمتلك محفظة خاصة به ، وأن أسهمها ليست سوى واحدة من مكونات تلك المحفظة ، ومن ثم فإنها لا تستهدف بلوغ مستو عال من التنويع . ولكل سياسة مؤيديها الذين يفضلونها على السياسة الأخرى .

ونظراً لأهمية التنويع الجيد لغالبية المستثمرين فى تلك الصناديق ، فقد حدد قانون شركات الاستثار الأمريكى الصادر فى عام ١٩٤٠ سمات شركة الاستثار التى تُوّلى أهمية خاصة لسياسة التنويع Diversified Investment Company . فى مقدمة تلك السمات أن يتوافر فى ٧٥٪ على الأقل من استثارات الصندوق شرطين أساسيين : الشرط الأول أن لا يزيد الاستثار فى الأوراق المالية التى تصدرها جهة معينة عن ٥٪ من القيمة الكلية للتشكيلة التى يتضمنها الصندوق . أما الشرط الثانى فهو أن لا يزيد الاستثار فى ورقة مالية معينة عن ١٠٪ من مجموع الإصدار من تلك الورقة . أما الحكمة من إعفاء باقى الاستثار فى الصندوق (٢٥٪) من متطلبات التنويع المشار إليه ، فهو تشجيع شركات الاستثار لتوجيه جزء من مواردها للاستثار فى رؤوس أموال المنشآت الصغيرة . إذ يمكن أن توجه تلك النسبة بالكامل إلى الاستثار فى شركة واحدة ، أو عدد محدود من الشركات .

هذا وإذا لم يتوافر هذين الشرطين ، حينئذ يتم تصنيف الشركة على أنها لا تأخذ بسبل التنويع Nondiversified Investment Company . ورغم أن لهذا التصنيف أثره الضريبى غير المرغوب كما سنشير فيما بعد ، ونذكر أن بعض الشركات تفضل أن تُصنّف على هذا النحو طلباً للمرونة ، أو لرغبتها فى التخصص فى الأوراق المالية التى تصدرها صناعة معينة أو منشآت معينة . وبالنسبة لتلك الشركات أى شركات الاستثار المتخصصة Specialized

Investment Company فقد يركز بعضها تخصصه فى الاستثمار فى أوراق مالية لمنشآت تعمل فى صناعة معينة أو قطاع معين (كيماويات ، غزل ونسيج ...) بينما تركز أخرى على نوع معين من الأوراق المالية مثل الأوراق المالية للمنشآت الصغيرة ، أو الأوراق المالية المتداولة فى السوق غير المنظم ، الذى سبقت الإشارة إليه . كما يمكن أن يكون التركيز على الأوراق المالية لمنشآت تعمل فى دولة معينة ... وهكذا .

هذا وقد لا تقتصر سياسات الاستثمار على مستوى أو درجة التنويع فى مكونات صناديق الاستثمار ، إذ قد تمتد إلى أمور أخرى . فهناك مثلاً شركات تضع سياسة استثمارية نشطة Active مؤداها إجراء تغييرات مستمرة فى مكونات التشكيلة ، سعياً وراء استغلال فرص وجود أوراق مالية تباع بسعر أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية . وعلى النقيض من ذلك قد تفضل شركات أخرى البعد عن ذلك ، خشية أن يترتب على عمليات البيع والشراء تغيير فى السمات المميزة لتشكيلة الأوراق المالية التى يتكون منها الصندوق ، بشكل قد لا يناسب المستثمرين فيه .

وبالنسبة للسياسة الأولى فإنها تقضى بتشكيل المحفظة من مجموعة أوراق مالية ذات مخاطر مرتفعة ، وذلك قبيل ارتفاع متوقع فى مستوى أسعار الأوراق المالية فى السوق(٣) . أما قبيل توقع انخفاض مستوى أسعار الأوراق المالية فيوصى بإجراء تغيير فى مكونات المحفظة ، وذلك باستبدال مكونات التشكيلة بتشكيلة أخرى ذات مخاطر منخفضة . ويطلق على هذه الإستراتيجية باستراتيجية توقيت السوق **Market Timing Strategy** .

ومما يذكر أن بعض شركات الاستثمار لا تقتصر على الموارد المالية المتمثلة فى

---

(٣) وفقاً لفكرة العلاقة التعويضية بين العائد والمخاطر ، يتوقع أن يصحب ارتفاع مستوى أسعار الأوراق المالية فى السوق بصفة عامة ارتفاع أكبر فى أسعار الأوراق المالية ذات المخاطر المرتفعة (وبالتالى تحقيق ربح رأسمالى أكبر) . أما عند انخفاض مستوى أسعار الأوراق المالية فى السوق ، فيتوقع أن يصحبه انخفاض أقل فى أسعار الأوراق المالية ذات المخاطر المنخفضة (وبالتالى يتضاءل حجم الخسائر الرأسمالية المحتملة) .

حصيلة مبيعات أسهمها العادية ، بل قد تقوم كذلك بالحصول على موارد مالية إضافية ، بإصدار سندات وأسهم ممتازة تستخدم حصيلتها فى تمويل المزيد من الاستثمارات . وبالطبع فإن الفرق بين تكلفة تلك المصادر الإضافية وبين معدل العائد على الاستثمارات التى تم تمويلها من تلك المصادر ، يعود فى النهاية على حملة الأسهم العادية . غير أن ما تجدر الإشارة إليه أن مثل هذه السياسة التى من شأنها زيادة العائد الذى يحققه حملة الأسهم العادية مقارنة بشركة مماثلة لا تتبع تلك السياسة ، يصحبها زيادة أيضاً فى المخاطر التى يتعرضون لها . يحدث هذا عندما ينخفض عائد استثمارات الشركة إلى مستوى أقل من تكلفة تلك الموارد الإضافية ، وهى تكلفة ثابتة بطبيعتها .

٢ ــ تكاليف الاستثمار

إضافة إلى التكاليف الخفية Hidden Costs التى سنعرض لها فى نهاية هذا الجزء ، هناك أربعة أنواع من التكاليف الصريحة Explicit Costs التى يتكبدها المستثمر ، وتتمثل هذه التكاليف فى رسوم شراء أسهم الشركة ، ورسوم أو أتعاب الإدارة ، وتكلفة المعاملات ، والمصاريف الإدارية . يضاف إليها نوع خامس هو رسوم الاسترداد التى يتكبدها المستثمر عندما يرغب فى استرداد قيمة السهم .

أ ــ رسوم شراء الأسهم

يقصد برسوم شراء الأسهم Acquisition Fees or Loading Fees العمولة التى يدفعها المستثمر عندما يشترى السهم من خلال الوسطاء سماسرة أو تجار Loading Funds . مثل هذه الرسوم لا وجود لها عندما يتم شراء السهم من إدارة الصندوق نفسه No-Load Fund . ونضيف أنه بالنسبة للصناديق ذات النهاية المفتوحة تتناسب تلك الرسوم تناسباً عكسياً مع حجم المبلغ المستثمر ، وإن كان الحد الأقصى لها فى الأسواق الأمريكية لا يتجاوز ٨,٥٪ من قيمة الأصل الصافية كما سبقت الإشارة . أما بالنسبة للصناديق ذات النهاية المغلقة فإن حجم تلك الرسوم يماثل مقدار عمولة السمسرة التى يدفعها المستثمر عند

ابرام صفقة مماثلة لشراء مباشر لأسهم منشآت الأعمال . هذا ويمكن للمستثمر أن يتعرف بسهولة على قيمة تلك الرسوم ، بمجرد اضطلاعه على صحيفة تنشر أسعار أسهم شركات الاستثمار . ففى صحيفة وول ستريت يمكن حساب قيمة تلك الرسوم بطرح قيمة الأصل الصافية NAV من السعر الذى يباع به السهم Offer Price .

ب ــ رسوم أو أتعاب الإدارة

يقصد بأتعاب الإدارة Advisory or Management Fees الرسوم السنوية التى يدفعها المستثمر فى مقابل إدارة صندوق الاستثمار ، والتى تتمثل فى الخدمات التى يقدمها القائمون على تحليل الأوراق المالية ، أو تلك التى تقدمها إدارة الصندوق . وتبلغ تلك التكاليف فى المتوسط ٠,٥٪ من القيمة السوقية الكلية للتشكيلة .

وقد يكون من الملائم أن نشير إلى أن ربط أتعاب الإدارة بالقيمة السوقية الكلية لمكونات الصندوق ، يجعل الإدارة تسعى جاهدة لزيادة تلك القيمة ، إما من خلال الأداء الجيد الذى من شأنه أن يحدث تحسناً فى القيمة السوقية للأسهم ــ ويترك أثره بالتالى على قيمة الأصل الصافية ــ أو من خلال الحملات الإعلانية لجذب المزيد من المستثمرين . يستثنى من ذلك بعض الصناديق التى تقصر ربط الزيادة فى أتعاب الإدارة بالزيادة الناجمة عن تحسن مستوى الأداء ، والذى يمكن الوقوف عليه بمقارنة مستوى أداء الصندوق بمستوى أداء تشكيلة قياسية ، مثل التشكيلة المكونة لمؤشر ستاندرد آند بور[٤] .

حـ ــ رسوم استرداد قيمة الأسهم

يقصد برسوم الاسترداد Redemption Fees تلك الرسوم التى قد يتكبدها المستثمر عندما يتقدم لشركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة ، طالباً استرداد

(٤) للمزيد عن مكونات تشكيلة تلك المؤشرات ، يمكن الرجوع إلى كتاب الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، للمؤلف .

قيمة السهم . ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم ، فهى تتراوح فى المتوسط ما بين ٤٪ ، ٥٪ من قيمة الأصل الصافية ، بل وقد تزيد عن ذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الأول . هذا وغالباً ما تقتصر تلك الرسوم على صناديق الاستثمار التى لا توجد فيها رسوم شراء No-Load Funds أو تلك التى تكون فيها رسوم الشراء منخفضة Low-Load Funds .

د ــ تكاليف المعاملات

يقصد بتكاليف المعاملات Transaction Costs العمولات التى يدفعها الصندوق للسماسرة عن عمليات شراء وبيع الأوراق المالية التى يشتمل عليها الصندوق . وتبدو أهمية هذا النوع من التكاليف فى حالة الصناديق ذات الإدارة النشطة ، التى تسعى إلى اغتنام أى فرصة متاحة تكون فيها القيمة السوقية لورقة مالية ما أقل أو أكبر من قيمتها الحقيقية ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه . ومما يذكر فى هذا الصدد إلى أن التغيير الذى تجريه الإدارة سنوياً فى مكونات التشكيلة أو المحفظة ، أو ما يطلق عليه بمعدل دوران المحفظة Portfolio Turnover قد يتضمن بيع أو شراء كمية من الأوراق المالية تتراوح قيمتها ما بين ٢٠٪ إلى أكثر من ١٠٠٪ سنوياً . وهو ما يعنى أن مكونات المحفظة قد يدخل عليها تغيير كامل فى كافة مكوناتها أكثر من مرة واحدة فى السنة .

ولا يقتصر الأمر على التكاليف المباشرة للمعاملات ، فهناك تكاليف غير مباشرة يتحملها المستثمر ، تتمثل فى تغير القيمة السوقية للأوراق محل صفقات البيع والشراء ، وذلك عندما تتضمن الصفقة عدداً كبيراً من الأسهم المشتراه أو المباعة . فعرض كميات كبيرة من ورقة مالية معينة للبيع ، من شأنه أن يؤدى إلى انخفاض فى القيمة السوقية التى تباع بها الورقة . كما أن شراء كمية كبيرة من ورقة مالية معينة من شأنه أن يؤدى إلى ارتفاع فى القيمة السوقية التى تشترى بها . إنها العلاقة الأزلية بين العرض والطلب . وفى هذا الصدد نشير إلى أن التأثير السعرى للصفقات التى تنطوى على كميات كبيرة قد تصل إلى ١٪ من القيمة السوقية للورقة .

هـ ــ المصاريف الإدارية

يقصد بالمصاريف الإدارية Administrative Costs الأجور والمرتبات المدفوعة للعاملين فى الصندوق ، والإيجارات ، والمصاريف القانونية والمحاسبية ... وما شابه ذلك . وعادة ما لا تتجاوز القيمة السنوية لتلك المصاريف عن ٠,٥٪ من القيمة الكلية لاستثمارات الصندوق .

وتعتبر التكاليف المشار إليها ــ خاصة رسوم الشراء وتكاليف المعاملات ــ كبيرة ، إلى الحد الذى يجعل صناديق الاستثمار أداة استثمارية غير جذابة لأولئك الذين يخططون لاستثمار مدخراتهم لفترة قصيرة . بل ويكشف الواقع عن وجود تكاليف أخرى خفيه Hidden Cost يتحملها المستثمر . فلقد فرضت بعض الصناديق على حملة أسهمها رسوماً إضافية تتراوح نسبتها ما بين ١,٥٪ ، ١٪ من قيمة الأصل الصافية للسهم وذلك فى مقابل مصاريف الإعلان والبريد وما شابه ذلك . كما أضافت صناديق أخرى رسوماً على حملة أسهمها فى مقابل إعادة استثمار التوزيعات والأرباح الرأسمالية . وتتراوح نسبة تلك الرسوم ما بين ٣٪ ، ٤٪ من قيمة المبالغ التى أعيد استثمارها . ومن الضرورى أخذ تلك التكاليف الخفية فى الحسبان عند المفاضلة بين الصناديق التى يوجه إليها المستثمر مدخراته .

٣ ــ طرق شراء الأسهم

تتيح معظم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أساليباً بديلة لشراء أسهمها . تتمثل تلك الأساليب فى الشراء النمطى أو العادى ، والشراء طبقاً لخطة تجميع مدخرات اختيارية ، وأخيراً الشراء طبقاً لخطة تجميع مدخرات تعاقدية .

أ ــ الشراء النمطى أو العادى

يقصد بأسلوب الشراء النمطى Regular Account Purchase قيام المستثمر بشراء أسهم شركة الاستثمار من خلال صفقات مستقلة ، وليس فى ظل خطة

معينة على النحو الذى سنوضحه فيما بعد . هذا وفى كل صفقة يتكبد المستثمر رسوم شراء ، تخصم من قيمة المبلغ المستثمر . فلو أن المستثمر يرغب فى استثمار مبلغاً قدره ٢٥٠٠ جنيه فى شراء أسهم إحدى شركات الاستثمار ، وكان معدل رسوم الشراء على الصفقة ٨٪ ، حينئذ يصبح المبلغ المستثمر ٢١٠٠ جنيه ، أى إجمالى المبلغ المستثمر (٢٥٠٠ جنيه) مطروحاً منه قيمة رسوم الشراء (٢٥٠٠ × ٨٪) . ومن وجهة نظر شركة الإستثمار فإن هذه الصفقة تضيف مبلغاً قدره ٢١٠٠ جنيه فقط إلى قيمة الموارد الاستثمارية ، وذلك على أساس أن رسوم الشراء تحصل عليها أطراف خارجية ، أى القائمون على تسويق أسهم الشركة .

ب ــ الشراء وفق خطة تجميع مدخرات اختيارية

إذا ما اختار المستثمر شراء أسهم شركة الاستثمار وفقاً لخطة تجميع مدخرات اختيارية Voluntary Savings Accumulation Plan حينئذ يفتح له حساب خاص يودع فيه مبلغاً مبدئياً من تحت حساب شراء الأسهم . وعادة ما يتراوح الحد الأدنى لهذا الحساب فى السوق الأمريكية ما بين ٢٥ دولار ، ٥٠٠ دولار حسبما تنص عليه لوائح الشركة . بعد ذلك يقوم المستثمر بإيداع مبلغ بصفة دورية ، لغرض شراء الأسهم تتراوح قيمته ما بين ٢٥ دولار ، ١٠٠ دولار حسبما ورد فى تفاصيل الخطة . ولكن ماذا عن رسوم الشراء ؟ يخصم من حساب المستثمر نسبة لا تتجاوز ٢٠٪ من قيمة كل دفعة يودعها المستثمر فى الحساب المذكور ، على النحو الذى سنعرض له عند تناول التشريعات الأساسية التى تحكم نشاط شركات الاستثمار ، وذلك فى نهاية هذا الفصل .

وعادة ما لا تكون الخطة الاختيارية محددة المدة ، وأن للمستثمر الحق فى أن يعدل عن تنفيذها فى أى وقت يشاء ، دون التعرض لأى جزاء . كما لا يتعرض المستثمر أيضاً للجزاء إذا ما فشل فى الانتظام فى سداد الدفعات وفقاً للخطة المتفق عليها ، وإن كان من حق الشركة إلغاء الخطة وادراج المستثمر ضمن المستثمرين العاديين ، الذين يشترون وفقاً لأسلوب الشراء النمطى الذى سبقت

الإشارة إليه . هذا ومن أهم مزايا الخطة الاختيارية أن الحد الأدنى للدفعة عادة ما يقل عن الحد الأدنى لقيمة الصفقة فى ظل الشراء بالأسلوب النمطى . إضافة إلى أن الالتزام الأدنى بسداد الدفعات ، يحمل فى طياته التزام بالادخار ، وهو أمر قد يكون له جاذبية للكثير من الأفراد ، الذين يصعب عليهم اتخاذ قرارات ادخارية فى غياب مثل هذا الالتزام .

حـ ـ الشراء وفق خطة تجميع مدخرات تعاقدية

من أهم سمات الشراء وفق خطة تجميع مدخرات تعاقدية Contractual Savings Accumulation Plan تعرض المستثمر للجزاء فى حالة إخلاله بشروط الاتفاق ، وأنه لابد وأن تحدد الفترة الزمنية التى تغطيها الخطة ، والتى عادة ما تبلغ عشر سنوات . وفى ظل هذا النوع من الخطط يدفع المستثمر ٥٠٪ من قيمة رسوم الشراء للخطة كلها فى السنة الأولى وحدها . مثل هذا الإجراء يعد فى حد ذاته دافعاً للتمسك بتنفيذ الخطة .

وقد أدخل تعديل على قانون شركة الاستثمار الأمريكى فى عام ١٩٧٠ ، يقضى بأنه إذا الغيت الخطة بعد ١٨ شهراً من إقرارها ، بسبب عدم التزام المستثمر بمتطلباتها ، فلا يجوز له استرداد أى شئ من قيمة رسوم الشراء التى دفعها ، والتى تزيد عما كان ينبغى عليه أن يدفعه لو أنه اشترى ما تحت يديه من أسهم وفقاً لأسلوب الشراء النمطى . أما إذا الغيت الخطة قبل تلك الفترة فإن القانون يعطى المستثمر الحق فى استرداد جزء من تلك الرسوم ، على النحو الذى سنعرض له فى نهاية هذا الفصل .

والجدير بالذكر أنه بينما تسعى إدارة شركة الاستثمار لتشجيع هذا النوع من الخطط ، على أساس أن الجزء الأكبر من رسوم الشراء يدفع فى السنوات الأولى ، فإن لجنة الأوراق المالية والبورصة والحكومات المحلية فى الولايات المتحدة الأمريكية لها فى ذلك رأى آخرَ . أما السبب فهو الجزاء القاسى الذى يتعرض له المستثمر ، والمتمثل فى ضياع جزء من رسوم الشراء التى دفعها مقدماً . ولقد تمثل رد فعل اللجنة فى هذا الصدد فى وضع قيود من شأنها أن

تؤدى إلى توزيع عمولة الشراء على عدد من السنوات ، على النحو الذى سوف نشير إليه بعد قليل . بل وقد ذهبت بعض الولايات مثل ولاية البنوى ، وأوهايو ، وواشنطن بعدم السماح كلية لشركات الاستثمار العاملة فيها بالتعامل فى هذا النوع من الخطط .

٤ ـ إدارة حساب العميل

إلى جانب البدائل المتاحة لشراء أسهم شركة الاستثمار ، توفر بعض الشركات ذات النهاية المفتوحة خططاً واتفاقيات بديلة لإدارة استثمارات عملائها . ومن أبرز تلك الخطط خطة إعادة استثمار التوزيعات ، وخطة دخل التقاعد ، وخطة ترتيبات السحب المنتظم ، واتفاقيات التبديل أو التغيير[٥] .

أ ـ خطة إعادة الاستثمار

تتيح العديد من شركات الاستثمار فرص لحملة أسهمها للاتفاق على ترتيبات لإعادة استثمار نصيبهم من الأرباح Automatic Reinvestment Plans وذلك بدلاً من حصولهم عليه نقداً . ووفقاً لتلك الخطة يحصل المستثمر على عدد من الأسهم بما يعادل قيمة الأرباح التى أعيد استثمارها . وحتى يمكن إعادة استثمار نصيبه بالكامل من تلك الأرباح ، فقد يقتضى الأمر حصوله على جزء من سهم Fraction ، وهذا أمر مقبول . ولا يتحمل المستثمر رسوم شراء عن الأسهم التى حصل عليها ، وإن كانت بعض الشركات قد فرضت رسوماً ـ منخفضة نسبياً ـ على المبالغ المعاد استثمارها ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه .

ومما يذكر أن إعادة استثمار نصيب المستثمر من الأرباح ، لا يعنى إعفائه من الضريبة التى كان سيدفعها لو أنه حصل على قيمة تلك التوزيعات نقداً . فالضريبة تفرض على الأرباح المعاد استثمارها ، طالما أن الخيار متروك للمستثمر فى أن يحصل على قيمة الأرباح نقداً أو أن يعيد استثمارها .

(٥) يقصد بشركات الاستثمار فى هذا الجزء ، الشركات ذات النهاية المفتوحة .

ب ـ خطة التقاعد

أعطى القانون الأمريكى لمن يعمل لحساب نفسه Self-Empoyed Individuals أن ينفذ خطة لمعاش التقاعد من خلال ما يسمى بحساب التقاعد الفردى (Individual Retirement Account (IRA أو خطه كيو Keogh Plan . وبمقتضى تلك الخطة ، يدفع المستثمر نسبة من دخله لحساب شراء عدد من أسهم شركة الاستثمار للغرض المذكور .

وفى عام ١٩٨٧ أصبح من حق أى شخص ـ سواء كان يعمل لحساب نفسه أو يعمل لحساب آخرين ـ أن ينفذ على ذات النحو خطة خاصة لمعاش التقاعد . وبالنسبة لمن يعمل لحساب الغير يشترط أن لا تزيد مساهمته فى الخطة عن ٢٠٠٠ دولار من دخله السنوى . وإذا لم يكن للزوجة (الزوج) دخل خاص ، جاز للزوج (الزوجة) فتح حسابين واحد له وآخر لزوجته ، وبشرط أن لا تزيد مساهمته عن ٢٢٥٠ دولار للحسابين . أما بالنسبة لمن يعمل لحسابه الخاص ، فيجوز أن تصل مساهمته إلى ٢٠٪ من دخله السنوى ، وبحد أقصى لا يتجاوز ٣٠٠٠٠ دولار .

هذا وتسمح مصلحة الضرائب الأمريكية باعتبار تلك المساهمات من بين المصروفات التى تخصم من الدخل الشخصى للمستثمر قبل حساب الضريبة . وبالنسبة لحسابات مثل هذه الخطط فعادة ما توكل لأحد البنوك التجارية بوصفه حارساً Custodiar ، والذى يقوم بدوره بإعادة استثمار العائد المتولد عن الدفعات (المساهمات) المستثمرة .

حـ ـ خطة السحب المنتظم

تبدى غالبية شركات الاستثمار الأمريكية استعدادها لتنفيذ رغبة العميل فى الحصول على دفعات منتظمة Systematic Withdrawal Plan من أرباح استثماراته ، وذلك بشرط أن لا يقل رصيد حساب العميل لدى الشركة عن مبلغ معين ، عادة ما تتراوح قيمته ما بين ٥٠٠٠ دولار ، ١٠٠٠٠ دولار . أما حجم المسحوبات الشهرية فيشترط أن لا تقل عن ٥٠ دولار . وفى حالة

ما إذا كان نصيب المستثمر من الأرباح يقل عن الدفعات المطلوبة ، تقوم الشركة باسترداد جزء من أسهم العميل ، وإيداع قيمتها نقداً فى حسابه ، حتى يتسنى لها تنفيذ شروط الاتفاق . وفى بعض الحالات قد نضع الخطة حداً أقصى لعدد الأسهم التى ينبغى استردادها ، وهو ما يعنى بالتبعية أن الدفعات التى سيحصل عليها المستثمر قد تختلف من شهر إلى آخر[٦] .

بل وقد ينص فى الخطة على أن لا تزيد المسحوبات عن نصيب المستثمر فى الأرباح ، رغبة فى تجنب استهلاك جزء من رأس المال . وفى حالات أخرى قد تتحدد قيمة المسحوبات ، بنسبة معينة من النمو الذى تحقق لقيمة الأصل الصافية ، لما يمتلكه المستثمر من أسهم . هذا يعنى أنه إذا لم يتحقق فى نمو فى فترة من الفترات ، فلن يستطيع المستثمر سحب أى مبلغ من حسابه .

د ــ اتفاقيات التبديل

يقصد باتفاقيات أو شروط التبديل Exchange Provisions السياسة التى تضعها شركة الاستثمار التى تدير عدداً من الصناديق مختلفة الأهداف Family of Funds والتى بمقتضاها يمكن للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق لآخر ، على أساس قيمة الأصل الصافية للسهم ، وذلك فى مقابل رسوم ضئيلة ، أو بدون رسوم على الاطلاق .

وبالطبع تناسب تلك السياسات المستثمرين الذين تتغير أهدافهم عبر الزمن . وحتى لو لم يحدث تغيير فى أهداف المستثمر ، فقد يتبع سياسة التبديل إذا ما توقع انخفاض مستويات أسعار الأسهم فى السوق خلال السنة أو السنتين القادمتين ، ووجد من صالحه تحويل استثماراته من صناديق النمو إلى صناديق الدخل . كما يمكنه أن يفعل العكس إذا ما توقع ارتفاع مستويات الأسعار فى فترة مقبلة . هذا وإذا ما أسفر التحويل من صندوق إلى آخر عن تحقيق المستثمر لأرباح أو تعرضه لخسائر ، فإن تلك الأرباح أو الخسائر تضاف أو

(٦) إذا كانت الأرباح أكبر من المسحوبات المتفق عليها ، يتم إعادة استثمار الزيادة .

تخصم من إيراداته الخاضعة للضريبة . أما السبب فهو أن التحويل ينطوى فى حقيقة الأمر على عمليات بيع وشراء .

التشريعات الأساسية التى تحكم إدارة شركات الاستثمار

يحكم إدارة شركات الاستثمار فى الولايات المتحدة تشريعين أساسيين هما : قانون شركة الاستثمار الصادر فى عام ١٩٤٠ والمعدل فى عام ١٩٧٠ ، وقانون الأوراق المالية الصادر فى عام ١٩٣٣ . ولقد صدر قانون شركة الاستثمار لثلاثة اعتبارات رئيسية : أولها أن شركة الاستثمار قد يمكنها السيطرة على منشآت أخرى من خلال امتلاكها لنسبة من أسهم تلك المنشآت . ثانيها أن شركات الاستثمار — خاصة ذات النهاية المفتوحة — عادة ما يكون لها تأثير إيجابى على حجم المدخرات التى توجه إلى سوق رأس المال ، على حساب مؤسسات مالية أخرى . ففى غياب تلك الشركات كانت ستتدفق مدخرات صغار المستثمرين — الذين لا يناسبهم عادة الاستثمار فى الأوراق المالية — إلى الودائع المصرفية أو ما شابهها . أما الاعتبار الثالث فهو عدم ترك تقنين نشاط تلك الشركات لقوانين الولايات ، نظراً للتشتت الجغرافى الواسع لحملة أسهمها .

وعلى ضوء هذه الاعتبارات حدد القانون المذكور أموراً معينة لابد من توافرها حماية للمستثمرين ، وتتمثل تلك الأمور فى :

١ — توفير قدر ملائم من المعلومات للمستثمرين المحتملين .
٢ — التأكد من ملاءمة الشروط المصاحبة لإصدار بعض الأوراق المالية ، التى قد تستثمر فيها الشركة جزء من مواردها .
٣ — عدم تركيز الإدارة فى يد فئة معينة دون سواها .
٤ — استخدام أساليب محاسبية غير سليمة أو مضللة .
٥ — عدم إحداث تغيير فى السمات المميزة للشركة دون موافقة حملة أسهمها .

٦ ـــ توافر قدر ملائم من الأصول والاحتياطيات التى تمكن الشركة من ممارسة نشاطها بفاعلية .

ولمواجهة تلك الأمور وغيرها اتخذ المشرع الأمريكى خطوات إيجابية على أربعة محاور هى : توفير البيانات للمستثمرين ، وتنظيم هيئة الإدارة والقيود المفروضة عليها ، ورسوم الشراء ، ثم المعاملة الضريبية .

أولاً : توفير البيانات

وفقاً لأحكام قانون شركة الاستثمار وقانون الأوراق المالية ، تلتزم شركات الاستثمار بتسجيل الإصدار الجديد من الأسهم لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ، وما يستتبعه ذلك من تزويد اللجنة ببيانات معينة من خلال صحيفة التسجيل Registration Statement . وتلتزم الشركة كذلك بتزويد المستثمرين المحتملين بمنشور Prospectus يتضمن بعض البيانات التى تتضمنها صحيفة التسجيل ومن أهمها :

١ ـــ أهداف صندوق الاستثمار والسياسة الاستثمارية العامة له .
٢ ـــ القيود بشأن استثمارات الشركة ، والتى عادة ما تتعلق بمدى الاعتماد على الأموال المقترضة ، وممارسة البيع على المكشوف Short Sales ، والمساهمة فى إصدار الأوراق المالية ، والاستثمار فى شراء عقارات أو سلع .
٣ ـــ أتعاب الإدارة وكيفية تحديدها .
٤ ـــ مستوى أداء الشركة فى السنوات السابقة ، ومعدلات دوران مكونات المحفظة .
٥ ـــ أسماء أعضاء الإدارة القائمة على شئون الصندوق .
٦ ـــ سعر البيع المقرر للسهم .
٧ ـــ طرق شراء أسهم الشركة ، ونسبة رسوم الشراء .
٨ ـــ الخدمات الخاصة التى يقدمها الصندوق للمستثمرين .
٩ ـــ كيفية حساب قيمة الأصل الصافية .

١٠ــ كيفية استرداد الأسهم .
١١ــ النظام الضريبى الذى يخضع له ربح الصندوق .
١٢ــ القوائم المالية المعتمدة ، إلى جانب بيان بالتشكيلة التى تتكون منها محفظة الصندوق .

ثانياً : تنظيم هيئة الإدارة والقيود المفروضة عليها

تضمن قانون شركة الاستثمار شروطاً لحماية مصالح حملة أسهم شركات الاستثمار . وفى مقدمة تلك الشروط أن لا يزيد أعضاء مجلس إدارة الشركة المنتمية لبيت المشورة الذى أسس الشركة عن ٦٠٪ من مجموع الأعضاء . هذا يعنى أن ٤٠٪ على الأقل من أعضاء مجلس الإدارة هم من المستقلين الذين لا علاقة لهم بالمرة ببيت المشورة . وفى هذا ضمان لعدم تركيز الإدارة فى يد فئة واحدة من غير حملة الأسهم . كما لا يصرح للمديرين وكبار العاملين بشراء أسهم بقيمة تقل عن القيمة الصافية للسهم .

كذلك حدد القانون بوضوح متطلبات أخرى لتأكيد حماية حملة الأسهم . من بين تلك المتطلبات ضرورة تصويتهم على أى تعديل فى الأهداف والسياسات الاستثمارية للصندوق ، وكذا ضرورة الحصول على موافقة مسبقة من لجنة الأوراق المالية والبورصة لأى تعاملات بين شركة الاستثمار وبيت المشورة . ويهدف المتطلب الأخير إلى منع قيام بيت المشورة ببيع بعض الأصول لشركة الاستثمار بأسعار مغال فيها . يضاف إلى ذلك ما نص عليه القانون من تحريم بيع أسهم الشركة بسعر أقل عن السعر المحدد فى المنشور .

كذلك حرص القانون على تنظيم الاتفاق بين شركة الاستثمار وبيت المشورة . فبانتهاء العقد الأول المبرم بين الطرفين عند تأسيس الشركة والذى يستمر لمدة سنتين ، يجدد العقد بعد ذلك على أساس سنوى وبشرط موافقة أغلبية حملة الأسهم ، أو أغلبية كل من أعضاء مجلس الإدارة التابعين لبيت المشورة وأعضاء مجلس الإدارة المستقلين . هذا ولا يجوز لبيت المشورة التنازل عن العقد لبيت مشورة آخر ، تجنباً لإلحاق أى ضرر بحملة الأسهم .

ثالثاً : تكلفة الشراء

أعطت لجنة الأوراق المالية والبورصة فى الولايات المتحدة اهتماماً خاصاً لرسوم الشراء التى يتحملها المستثمر . ففى عام ١٩٧٠ أدخل تعديل على قانون شركة الاستثمار الصادر فى عام ١٩٤٠ فى شأن رسوم خطط الشراء الدورى لأسهم الشركة . فقبل التعديل كان على المستثمر أن يدفع فى السنة الأولى ٥٠٪ من تكلفة شراء الأسهم التى تتضمنها الخطة ، على أن يوزع باقى تكاليف الشراء على فترة الخطة .

فلو أن مستثمراً ما قد تعاقد مع شركة استثمار على دفع ٤٠ جنيه شهرياً لمدة عشرة سنوات لغرض شراء عدد من أسهمها ، فإنه فى ظل تكلفة شراء نسبتها ٨,٥٪ ، تصبح تكلفة الشراء الكلية للخطة ٤٠٨ جنيه (٤٠ جنيه × ١٢ شهر × ١٠ سنوات × ٨,٥٪) . ولما كان مجموع الدفعات فى السنة الأولى هو ٤٨٠ جنيه (٤٠ جنيه × ١٢ شهراً) فإنه يحق لشركة الاستثمار أن تخصم من تلك القيمة ما يعادل ٥٠٪ من التكلفة الكلية للشراء أى ٢٠٤ جنيه (٤٠٨ جنيه × ٥٠٪) ، ليصبح المبلغ المستثمر فى السنة الأولى ٢٧٦ جنيه فقط (٤٨٠ جنيه مطروحاً منها ٢٠٤ جنيه) .

أما فى ظل التعديل الذى أجرى على القانون فقد أصبح أمام المستثمر بديلين لحساب تكلفة الشراء ، له أن يختار أفضلها ، وعلى أن يكون له الحق دائماً فى استرداد قيمة تكلفة الشراء بالكامل إذا ما قرر الغاء الخطة ، ولكن بشرط أن لا يكون قد مضى أكثر من ٤٥ يوم على استلامه للشهادة التى تتضمن ما يفيد اعتماد الإدارة للخطة . وفيما يلى نعرض للأسلوبين المشار إليهما .

الأسلوب الأول : وفقاً لهذا الأسلوب يخصم من المستثمر تكلفة شراء لا تتجاوز نسبتها ٢٠٪ من قيمة كل دفعة ، وعلى أن لا يزيد المتوسط السنوى عن ١٦٪ للثمانية والأربعون دفعة الأولى . وينطبق هذا الأسلوب على الحالات التى يكون فيها الشراء وفق خطة اختيارية على النحو الذى سبقت الإشارة إليه .

الأسلوب الثانى : وينطبق على حالات الشراء وفقاً للخطة التعاقدية التى سبقت الإشارة إليها . وفى ظل هذا الأسلوب يخصم ٥٠٪ من الدفعات فى السنة الأولى فى مقابل تكلفة الشراء ، على أن يكون للمستثمر الحق فى استرداد جزء من التكلفة المدفوعة ــ بالإضافة إلى قيمة الأصل الصافية لكل سهم اشتراه ــ إذا ما انسحب قبل مضى ١٨ شهر من تاريخ التعاقد . أما المبلغ الذى يحق له استرداده ، فيتمثل فى تكلفة الشراء المدفوعة ، مطروحاً منها ١٥٪ من قيمة تلك التكاليف .

فلو أن المبلغ المستثمر فى السنة الأولى يعادل ٤٠٠ جنيه ، حين كانت قيمة الأصل الصافية للسهم ٢٠ جنيه ، فإن التكلفة المخصومة سوف تساوى ٢٠٠ جنيه (٤٠٠ جنيه × ٥٠٪) وعدد الأسهم المشتراه عشرة أسهم [(٤٠٠ ــ ٢٠٠) /٢٠] . وإذا ما انسحب المستثمر عقب السنة الأولى مباشرة حين كانت قيمة الأصل الصافية للسهم ٢١ جنيه ، فإن المبلغ المستحق له سوف يساوى ٣٨٠ جنيه . وهو ما يعادل قيمة الأصل الصافية للأسهم المشتراه أى ٢١٠ جنيه (٢١ جنيه × ١٠ سهم) مضافاً إليها المبلغ المسترد من تكلفة الشراء وقدره ١٧٠ جنيه (٢٠٠ جنيه ــ ٢٠٠ جنيه × ١٥٪) .

رابعاً : المعاملة الضريبية

تحصل شركات الاستثمار على إيراداتها من العائد المتولد عن الأوراق المالية التى تتكون منها صناديق الاستثمار ، والتى تتمثل فى فوائد السندات والتوزيعات على الأسهم ، إضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناجمة عن بيع بعض الأوراق المالية بقيمة أكبر من القيمة التى سبق أن اشتريت بها . ويتحدد الوعاء الضريبى بخصم رسوم الادارة والمصاريف الإدارية من تلك الإيرادات .

وتنظر شركات الاستثمار إلى نفسها على أنها ليست شركات بالمفهوم المتعارف عليه ، بل هى همزة وصل Conduit فقط بين المستثمرين وبين الأوراق المالية التى تتكون منها صناديق الاستثمار . لذا فقد نص القانون الضريبى الأمريكى على إعفاء دخل شركة الاستثمار التى يتوافر فيها شروط

معينة Regulated Investment Company ــ تؤكد على هذا الدور المحدود ــ من الخضوع للضريبة ، حتى تُجَنِبَ المستثمر دفع الضريبة مرتين : مرة على دخل الشركة ، ومرة أخرى على دخله الشخصى . وتعد هذه ميزة هامة للمستثمر الذى يخضع لشريحة ضريبية منخفضة أو الذى لا يخضع للضريبة على الإطلاق[٧] . فوفقاً للقانون الأمريكى تعفى شركة الاستثمار من ضريبة الدخل إذا توافرت فيها الشروط الآتية :

١ ــ أن يتمثل ٩٠٪ من إجمالى إيراداتها Gross Income على الأقل من فوائد سندات أو توزيعات على أسهم ، أو أرباح رأسمالية ناجمة عن بيع بعض الأوراق المالية .

٢ ــ أن لا تزيد الأرباح قصيرة الأجل عن ٣٠٪ من إجمالى الإيرادات . ويقصد بذلك الأرباح الرأسمالية والإيرادية المتولدة عن أوراق مالية امتلكتها الشركة لفترة تقل عن ثلاثة شهور .

٣ ــ أن تصنف الشركة ضمن الشركات الملتزمة بتنويع استثماراتها ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الثانى .

٤ ــ أن تجرى توزيع ٩٠٪ على الأقل من الأرباح والفوائد التى حصلت عليها بمجرد استلامها ، ولا تدخل الأرباح الرأسمالية فى حساب تلك النسبة .

٥ ــ أن تكون الشركة مسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بوصفها شركة استثمار ، وعلى أن تقدم إلى مصلحة الضرائب طلباً باعفائها من الضريبة .

ويدرك القارىء بالطبع أنه إذا كان دخل الشركة معفى من الضريبة ، فإن حملة أسهمها يخضعون للضريبة ، وفقاً للشريحة الضريبية التى تقع فيها

(٧) لو لم تعفى الشركة من الضريبة لخضع دخلها لشريحة ضريبية قد تزيد من ٣٠٪ ، وهو ما يعنى بطريقة غير مباشرة تحمل المستثمر لعبء تلك الضريبة بذات المعدل . أما فى ظل الاعفاء فإن دخله هو الذى سيخضع للضريبة ، وإذا ما كانت شريحته الضريبية منخفضة ، فإن معدل الضريبة على الدخل سوف تنخفض كذلك .

دخولهم . هذا ويقضى القانون بأن تقوم الشركة فى خلال ٤٥ يوم من انتهاء السنة الضريبية ، بإخطار حملة الأسهم بالجزء من التوزيعات ـــ التى حصلوا عليها ـــ والتى تمثل دخل إيرادى (توزيعات عن أسهم أو فوائد عن سندات والجزء الذى يمثل أرباحاً رأسمالية قصيرة الأجل ، ويقصد بها هنا الأرباح الناجمة عن بيع أوراق مالية امتلكتها الشركة لمدة تقل عن سنة ، وكذلك الجزء الذى يمثل أرباحاً رأسمالية طويلة الأجل . ولهذا التصنيف أهميته الخاصة فى حالة الأنظمة الضريبية التى يخضع فيها الربح الإيرادى والربح الرأسمالى قصير الأجل لمعدل ضريبة يختلف (عادة أعلى) عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية طويلة الأجل .

ولكن ماذا عن الأرباح المحتجزة أى غير الموزعة ؟ تخضع للضريبة بذات المعدلات التى تخضع لها الشركات الأخرى هناك . ونضيف فى هذا الصدد ضرورة إخطار الشركة للمستثمر بالشريحة الضريبية التى خضعت لها الأرباح المحتجزة . لماذا ؟ لأن من حقه أن يطلب من مصلحة الضرائب استرداد جزء من الضريبة التى دفعتها الشركة عما يخصه من تلك الأرباح ، وذلك إذا ما كان دخله الشخصى يخضع لشريحة ضريبية تقل عن الشريحة الضريبية التى خضعت لها أرباح الشركة .

الفصل الرابع
تقيم أداء صناديق الاستثمار

هناك أسلوبين أساسيين لتقيم أداء صناديق الاستثمار هما : الأسلوب البسيط الذى يناسب المستثمر العادى ، والأسلوب المزدوج الذى يناسب المستثمر ذات المعرفة الواسعة بشئون الاستثمار ، إضافة إلى ملاءمته لبيوت السمسرة التى تقدم خدمات استشارية لعملائها . ورغم المزايا التى يحققها المستثمر من استخدام هذين المدخلين ، إلا أن عليه أن يأخذ فى الحسبان جوانب أخرى للأداء سنعرض لها أيضاً فيما بعد . وقبل أن نلقى الضوء على تلك المداخل والجوانب ، قد يكون من الملائم تناول التقارير المالية التى تنشرها شركات الاستثمار ، والتى تمثل الأساس الذى يقوم عليه التقيم .

التقارير المالية والبيانات المنشورة :

إلى جانب البيانات التى تنشرها الصحف يومياً عن قيمة الأصل الصافية للسهم وعن الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة ، تتيح شركات الاستثمار لحملة أسهمها عدداً من التقارير السنوية وربع السنوية . فى مقدمة تلك التقارير الميزانية العمومية وقائمة الدخل ، إلى جانب بيانات مالية أخرى . ومن الأمثلة على تلك البيانات قائمة الأوراق المالية التى استثمرت فيها موارد الشركة ، إضافة إلى تصنيف تفصيلى لتلك الأوراق ، وشرح تفصيلى للأرباح والخسائر غير المحققة ــ أى التى تتمثل فى الارتفاع أو الانخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية تتضمنها بعض صناديق الاستثمار ــ وتحليل لهدف الشركة وسجلها الاستثمارى . ولا يقتصر الأمر على تلك البيانات ، إذ عادة ما تتيح الشركة لحملة أسهمها بيانات تكميلية . ويوضح جدول ٤ ــ ١ أمثلة لتلك البيانات .

فى مقدمة البيانات التى يتضمنها الجدول القيمة السوقية للأصول وليس قيمتها الدفترية ، وهو ما يعنى إمكانية حساب قيمة الأصل الصافية للسهم العادى ، وذلك بقسمة القيمة السوقية للأصول بعد استبعاد قيمة الأموال

المقترضة وقيمة الأسهم الممتازة المصدرة (٦٠٥٠٠٠٠ جنيه) على عدد الأسهم العادية (١١٠٠٠٠٠ سهم) . كما يشير الجدول كذلك إلى أرباح رأسمالية غير محققة (زيادة فى القيمة السوقية للأصول) قدرها ٩٦٤٥٠٠ جنيه . ولو فرض أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية ٢٠٪ ، فإن قرار المنشأة بعدم بيع تلك الأصول يعنى تأجيل دفع ضرائب قدرها ١٩٢٩٠٠ جنيه .

هناك كذلك صافى ربح الاستثمار الذى يتمثل فى قيمة التوزيعات والفوائد وغيرها من مصادر الدخل (٢٨٨١٦٦ جنيه) مطروحاً منها مصروفات التشغيل (٢٦٦١٦ جنيه) التى تتمثل فى أتعاب الإدارة ، وتكلفة البحوث ، والضرائب الأخرى (غير ضريبة الدخل التى يخضع لها حملة الأسهم أنفسهم) . ومن الملاحظ أن التوزيعات لكل سهم منخفضة ، غير أن المستثمر يدرك أن تلك التوزيعات لا تمثل كل مستحقاته ، فهناك نصيبه فى الأرباح الرأسمالية المحققة إضافة إلى نصيبه فى الأرباح غير المحققة .

وكما يبدو فإن هذه البيانات من شأنها أن تزود حملة الأسهم بمعلومات مفيدة ، كما يمكنهم أن يستخلصوا منها مؤشرات أخرى إضافية . بل وإذا ما توفرت بيانات مقارنة عن سنة أو سنوات سابقة ، لأمكن استخلاص الكثير من النتائج . وبعد هذه المقدمة عن البيانات المنشورة نعرض لقياس أداء صناديق الاستثمار .

قياس أداء صناديق الاستثمار

يمكن التمييز فى هذا الصدد بين أسلوبين بديلين لقياس أداء صناديق الاستثمار هما : الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج .

١ ــ الأسلوب البسيط

تنشر شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يومياً قيمة الأصل الصافية

جدول ٤ ــ ١
بعض البيانات المالية الإضافية
لإحدى شركات الاستثمار
عن سنة مالية ما

الأصول (بالجنيهات)	
القيمة السوقية لمجموع الأصول	٦٤٨٢٠٠٠
مبالغ مستحقه للغير	٣٠٠٠٠٠
الأصول الاستثمارية	٦١٨٢٠٠٠
أسهم ممتازة مباعة بقيمتها الإسمية*	١٣٢٠٠٠
أصول استثمارية مملوكة من حصيلة الأسهم العادية المصدرة	٦٠٥٠٠٠٠
قيمة الأصل الصافية للسهم العادى	٥٥
الأرباح الرأسمالية	
أرباح رأسمالية محققة ناجمة عن بيع أصول	١٤٥٢٠٠
نصيب السهم العادى من الأرباح الرأسمالية المحققة	١,٣٢
أرباح رأسمالية غير محققة	٩٦٤٥٠٠
صافى الربح	
التوزيعات والفوائد وغيرها	٢٨٨١٦٦
مصروفات التشغيل	٢٦٦١٦
صافى ربح الاستثمار	٢٦١٥٥٠
توزيعات الأسهم الممتازة	١١٥٥٠
صافى الدخل لحملة الأسهم العادية	٢٥٠٠٠٠
صافى ربح الاستثمار لكل سهم عادى	٢,٢٧
التوزيعات لكل سهم عادى	
توزيعات من الأرباح الإيرادية	٢,٢٧
توزيعات من الأرباح الرأسمالية	٢,١٢
عدد الأسهم	١١٠٠٠٠

* القيمة الدفترية للسهم ٤٠ جنيه ، ويحق لحامل السهم توزيعات قدرها ٣,٥ جنيه سنوياً .

للسهم ، وكذا الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة ، وذلك لكل صندوق على حده[1] . وتعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد ، هو معدل العائد على الأموال المستثمرة فى الصندوق الذى توضحه المعادلة ٤ — ١ .

$$م = \frac{(ق_١ - ق) + ى + ر}{ق} \qquad (٤ - ١)$$

حيث ق ، $ق_١$ تمثلان على التوالى قيمة الأصل الصافية فى بداية ونهاية الفترة التى يحسب عنها المعدل ، ($ق_١$ — ق) تمثل الأرباح الرأسمالية غير المحققة والتى تعكس تحسناً فى القيمة السوقية للتشكيلة ، م تمثل معدل العائد على الاستثمار . وأخيراً تمثل ى ، ر على التوالى الأرباح الإيرادية والأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة[2] .

ولتوضيح كيفية حساب هذا المعدل دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية للسهم فى بداية شهر ما كانت ٣٠ جنيه ، ارتفعت إلى ٣٠,١١ جنيه فى نهايته . إفترض كذلك أن نصيب السهم من الأرباح الإيرادية والرأسمالية ١٥ قرشاً ، ١٢ قرشاً على التوالى . على ضوء تلك المعلومات سوف يبلغ معدل العائد على الاستثمار فى هذا الشهر ١,٢٧٪ .

$$م = \frac{(٣٠,١١ - ٣٠) + ,١٥ + ,١٢}{٣٠} = ١,٢٧٪$$

ويمثل هذا المعدل مقياساً للحكم على أداء مدير الصندوق فى الشهر محل التحليل ، ولكنه لا يمثل معدل العائد الذى حققه المستثمر . لماذا ؟ لأن

(١) يشترط لاعفاء شركة الاستثمار من الضريبة قيامها بالتوزيع الفورى للأرباح المحققة ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الثالث .

(٢) بالنسبة للصناديق ذات النهاية المغلقة يتم حساب معدل العائد وفقاً للمعادلة ٤ — ٢ التى سبقت الإشارة إليها فى الفصل الثانى عشر .

المستثمر ربما يكون قد تكبد مصروفات أو رسوم شراء للسهم الذى يملكه . فلو أنه كان قد اشترى السهم فى بداية الشهر ، ودفع حينذاك رسوماً قدرها ٧٥ قرش عن السهم ، فإن التكلفة الكلية لشراء السهم الواحد تصبح ٣٠,٧٥ جنيه وليس ٣٠ جنيه ، وهو ما يعنى فى النهاية معدل سالب للعائد على الاستثمار قدره ـــ ١,٢٣٪ فى ذلك الشهر .

$$م = \frac{(٣٠,١١ - ٣٠,٧٥) + ,١٥ + ,١٢}{٣٠} = - ١,٢٣٪$$

ولكن لماذا يمثل العائد الأول (١,٢٧٪) المقياس لكفاءة أداء إدارة الصندوق ؟ لأن تكلفة الشراء التى دفعها المستثمر لشراء السهم لم تحصل عليها إدارة الصندوق أى لم تستخدم فى الاستثمار ، بل حصل عليها أولئك الذين يقع على كاهلهم مسئولية تسويق الأسهم التى أصدرها الصندوق .

هذا ومن الملائم أن يقوم المستثمر بمقارنة معدل العائد على الاستثمار الذى حققه الصندوق الذى يستثمر فيه أمواله ، مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى مماثلة .

٢ ـــ الأسلوب المزدوج

يعاب على الأسلوب البسيط فى تقييم صناديق الاستثمار ، تركيزة على العائد دون أن يأخذ المخاطر فى الحسبان . فقد يحقق صندوق ما عائداً أكبر من العائد الذى يحققه صندوق آخر ، غير أن الزيادة فى العائد قد لا تكفى للتعويض عن زيادة المخاطر التى قد ينطوى عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الثانى . ولتجنب ذلك العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار ، وهى بدائل تأخذ فى الحسبان كل من العائد والمخاطر . لذا فقد أطلقنا على هذه الأساليب بالأساليب المزدوجة ، من أبرزها فى هذا الصدد هى : مقياس شارب ، ومقياس ترينور .

١ ـــ مقياس شارب

قدم وليم شارب مؤشراً Sharpe's Indes لقياس أداء محفظة الأوراق المالية ـــ والذى ينطبق بالطبع على صناديق الاستثمار ـــ يطلق عليه نسبة المكافأة إلى التقلب (المخاطر) Reward to-Variability Ratio (R/V) الذى توضحه المعادلة ٤ ـــ ٢ .

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{ط} - \text{ل}}{\sigma} \qquad (٤ - ٢)$$

حيث ط تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار ، ل تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالى من المخاطر ، أما σ فتمثل الانحراف المعيارى لمعدل العائد على الاستثمار ، الذى هو مقياس للمخاطر الكلية (تقلب العائد) التى ينطوى عليها الاستثمار .

ويتضمن معدل العائد على الاستثمار Average Rate of Return فى هذا الصدد التغير فى قيمة السهم الذى تصدره شركة الاستثمار (قيمة ق$_١$ ـــ ق فى المعادلة ٤ ـــ ١) إضافة إلى التوزيعات والأرباح الرأسمالية الصافية التى يحصل عليها المستثمر خلال الفترة ، أى بعد خصم المصاريف الادارية وأتعاب الإدارة . أما رسوم الشراء فلا يتم خصمها طالما أن الشركة لا تحصل عليها ولا تسجل بالتالى فى دفاترها .

وبالنسبة لمعدل العائد على الاستثمار الخالى من المخاطر Risk Free Rate فيقصد به العائد الذى تحققه ورقة مالية تصدرها الحكومة ، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة واحدة . وعادة ما ينطبق ذلك التوصيف على معدل العائد على أذونات الخزانة . غير أن على القارئ أن يدرك أن ذلك لا ينطبق على العائد الذى حققته أذونات الخزانة المصرية فى أوائل التسعينات ، فهذا العائد المرتفع يرتبط أساساً بخطة الاصلاح الاقتصادى ، وليس بحجم المخاطر التى ينطوى عليها الاستثمار فى تلك الأذونات .

نقطة أخرى تجدر الإشارة إليها ، هى أن معدل العائد على الاستثمار الخالى من المخاطر ، يمثل فى حقيقة الأمر معدل العائد مقابل عنصر الزمن ، بما فيه العائد مقابل مخاطر التضخم . وبناء عليه فإن بسط المعادلة ٤ ــ ٢ يمثل متوسط معدل العائد الذى يحصل عليه المستثمر فى مقابل المخاطر التى ينطوى عليه الاستثمار[٣] أو ما يطلق عليه بعلاوة المخاطر Risk Premium ، وذلك طالما خصمنا من العائد على الاستثمار (ط) العائد مقابل عنصر الزمن (ل) . وإذا ما أخذنا فى الاعتبار أن المخاطر التى تتضمنها المعادلة ٤ ــ ٢ هى المخاطر الكلية Total Risk أى المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة Systematic & Unsystematic Risk فإن ناتج المعادلة المذكورة يمثل العائد فى مقابل كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التى ينطوى عليها الاستثمار فى الصندوق .

ولتوضيح كيفية استخدام المعادلة ٤ ــ ٢ فى قياس الأداء ، دعنا نفترض أن متوسط معدل العائد على الاستثمار المحسوب بالمعادلة ٤ ــ ١ التى سبقت الإشارة إليها ، خلال الخمسة سنوات المنصرفة قد بلغ ١٢٪ للصندوق « أ » ، ١٠٪ للصندوق « ب » . كما بلغت المخاطر الكلية (الانحراف المعيارى) لكل من الصندوقين ٥٪ ، ٣٪ على التوالى . أما متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالى من المخاطر خلال الفترة ذاتها فقد بلغ ٤٪ . فى ظل هذه المعلومات سوف تبلغ قيمة المؤشر للصندوقين ١,٦ ، ٢,٠ على التوالى . وكقاعدة عامة كلما كانت قيمة المؤشر أعلى كلما كان أداء الصندوق أفضل ، إذ يعنى عائداً أعلى لكل وحدة من وحدات المخاطر .

$$\text{قيمة المؤشر للصندوق أ} = \frac{١٢ - ٤}{٥} = ١,٦$$

$$\text{قيمة المؤشر للصندوق ب} = \frac{١٠ - ٤}{٣} = ٢,٠$$

وغنى عن البيان أنه على عكس المؤشر البسيط الذى يمكنه حسابه على

(٣) للمزيد عن هذه النقطة يمكن الرجوع إلى كتاب الإدارة المالية : مدخل تحليلى معاصر ، للمؤلف .

فترات قصيرة ، فإن مؤشر شارب ومؤشر ترينور الذى سنعرض له فيما يلى ، يتم حسابهما لفترات زمنية أطول قد تغطى عدد من السنوات .

٢ ــ مقياس ترينور

يقوم مقياس ترينور Treynor's Index على فكرة أن المستثمر العادى يمكنه من خلال التنويع الساذج أو البسيط أن يتخلص كلية من المخاطر الخاصة أو غير المنتظمة التى سبقت الإشارة إليها فى الفصل السابع . ويقصد بالتنويع الساذج تشكيل محفظة الأوراق المالية من حوالى عشرة أوراق مالية مختارة عشوائياً . ويقضى المقياس بأنه إذا كان التخلص من المخاطر غير المنتظمة هو أمر يسير إلى هذا الحد ، فإنه يمكن الادعاء بأن الإدارة المحترفة التى تتولى صناديق الاستثمار يمكنها أن تشكل مكونات تلك الصناديق ، بطريقة تجعلها تنطوى فقط على المخاطر المنتظمة . بعبارة أخرى ينبغى أن يتمثل مقياس مخاطر صناديق الاستثمار فى معامل بيتا Beta Coefficient وليس فى الانحراف المعيارى . وتوضح المعادلة ٤ ــ ٣ كيفية قياس أداء صناديق الاستثمار على ضوء تلك الفكرة .

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{ط} - \text{ل}}{\text{تا}} \qquad (٤ - ٣)$$

حيث « تا » تمثل معامل بيتا لتشكيلة الأوراق المالية التى يتكون منها صندوق الاستثمار .

وكما يبدو فإن الاختلاف بين المعادلة ٤ ــ ٢ والمعادلة ٤ ــ ٣ يكمن فى الكيفية التى تقاس بها المخاطر . ففى المعادلة ٤ ــ ٢ تقاس المخاطر بالانحراف المعيارى ، وهو ما يعنى ضمنياً افتراض عدم القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة . أما فى المعادلة ٤ ــ ٣ فإن المخاطر تقاس بمعامل بيتا ، وهو ما يعنى ضمنياً افتراض القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة .

ويميل المؤلف إلى تفضيل مقياس ترينور ، إذ من المتوقع أن تتكون صناديق

الاستثمار من عدد من الأوراق المالية ، يكفى للتخلص من المخاطر غير المنتظمة . هذا ويمكن قياس أداء المحفظة باستخدام مقياس ترينور ، بذات الطريقة التى تم بها قياس أداء المحفظة باستخدام مقياس شارب . وكقاعدة عامة كلما ارتفعت قيمة المؤشر ، كلما كان ذلك مؤشراً على أداء أفضل للتشكيلة التى يتكون منها الصندوق ، إذ يعنى عائد أكبر لكل وحدة من وحدات المخاطر .

جوانب أخرى فى قياس الأداء

إلى جانب معدل العائد على الاستثمار ، ومؤشرات الأداء التى تقيس أداء الصندوق وفقاً لمعيارى العائد والمخاطر ، هناك جوانب أخرى لتقييم أداء الصندوق ينبغى الوقوف عليها ، ونقصد بها مدى امكانية المحافظة على مستوى المخاطر المحدد فى هدف انشاء الصندوق ، والتأكد من ملاءمة مستوى التنويع ، والتأكد من تحقيق عائد ملائم ، إضافة إلى الوقوف على حجم التكاليف التى يتكبدها المستثمر ومدى تأثيرها على العائد الذى يحققه .

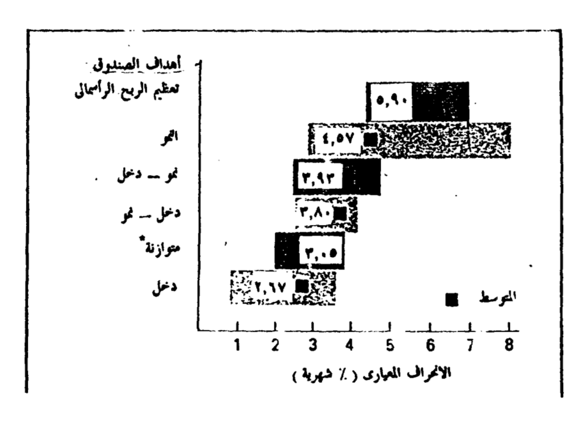
١ ـــ المحافظة على مستوى المخاطر

من بين المعايير الأخرى لأداء صناديق الاستثمار هو مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التى ينطوى عليها الاستثمار فى الصندوق ، وذلك مقارنة مع مستوى المخاطر المحدد فى هدف إنشائه . وفى هذا الصدد نقدم ملخصاً لنتائج إحدى الدراسات التى أجريت على ١٢٣ صندوق استثمار ، تتباين فيما بينها من حيث مستوى المخاطر المحدد فى قرار تأسيس الصندوق ، وهو ما يوضحه شكل ٤ ـــ ١ .

وكما هو واضح يمثل المحور الرأسى تصنيفاً للصناديق وفقاً للهدف المحدد من حيث المخاطر . فالصناديق التى تستهدف تعظيم الأرباح الرأسمالية Maximum Capital Gain or Maximum Growth تأتى فى القمة ، ثم تتدرج الصناديق تنازلياً من حيث حجم المخاطر لتنتهى بالصناديق التى تستهدف تحقيق دخول جارية

Income Funds وهى أقلها مخاطر . أما المحور الأفقى فيمثل الانحراف المعيارى لمعدل العائد على الاستثمار ، الذى يوضحه بسط المعادلة ٤ — ١ ، والمحسوب على أساس شهرى لفترة زمنية قوامها عشر سنوات[٤] . هذا ويمثل كل مستطيل المدى للانحراف المعيارى ، لكل نوع من الصناديق الموضحة على المحور الرأسى . أما المربع فى داخل كل مستطيل فيمثل متوسط الانحراف المعيارى لعائد مجموعة الصناديق التى تتماثل فى الهدف ، أى التى تندرج تحت نوع معين .

شكل ٤ — ١
قياس مستوى المخاطر



* يقصد الأهداف المحددة للصناديق المتوازنة Balanced Funds .

(٤) هذا يعنى أن الانحراف المعيارى قد تم حسابه على أساس ١٢٠ مفردة ، وهى ١٢ مفردة سنوياً (بمعدل مفردة كل شهر) لمدة عشر سنوات .

وكما يبدو فإن هناك ارتباط واضح بين مستوى المخاطر المحددة فى هدف الصندوق وبين المخاطر الفعلية . فكلما ارتفعت (انخفضت) المخاطر المحددة فى الهدف ، ارتفعت (انخفضت) المخاطر الفعلية . ومع هذا فإن تداخل المربعات يعنى أن بعض الصناديق التى اشتملت أهدافها على مخاطر منخفضة نسبياً ، كانت مخاطرها الفعلية أكبر من المخاطر الفعلية لصناديق أخرى اشتملت أهدافها على مخاطر أكبر .

٢ ــ قياس مستوى التنويع

من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار ، المستوى العالى من التنويع الذى تتسم به تشكيلات الأوراق المالية التى تتضمنها صناديق الاستثمار . فأسهم شركات الاستثمار عادة ما تمثل الجانب الأكبر من استثمارات بعض الأفراد ، الأمر الذى يجعل من الأهمية بمكان ضرورة الاطمئنان على أن تشكيلة الأوراق المالية التى يتضمنها الصندوق هى على مستوى عال من التنويع .

ونقدم نتائج لإحدى الدراسات التى قامت بها مؤسسة ميرل لنش Merrill Lynch لاختبار درجة التنويع لمجموعة من صناديق الاستثمار . ففى هذه الدراسة تم إيجاد معدل العائد على الاستثمار الربع سنوى لمدة خمس سنوات ، وذلك لمائة صندوق استثمار باستخدام المعادلة ٤ ــ ١ التى سبقت الإشارة إليها . كذلك تم إيجاد ذات المعدل لمؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ــ لذات الفترة الزمنية ــ بوصفه مؤشراً يعكس محفظة السوق التى هى على درجة عالية من التنويع .

بعد ذلك تم إيجاد الانحراف المعيارى لعائد تلك الصناديق ، وكذا الانحراف المعيارى لعائد مؤشر ستاندرد آند بور . وبإيجاد قيمة معامل التحديد Coefficient of Determination (R^2) اتضح أنه يساوى ٠,٩٠ . هذا يعنى أن ٩٠٪ من التباين فى عائد تلك الصناديق ، يعزى للتباين فى عائد السوق الذى يعكسه مؤشر ستاندرد آند بور ، وهو ما يعنى ضمنياً أن تلك الصناديق على درجة عالية من التنويع . وبالطبع يمكن أن تقتصر الدراسة على البيانات المتاحة

عن صندوق الاستثمار الذى يهم المستثمر ، ليقارنه بالبيانات المتاحة لأحد المؤشرات .

٣ ــ قياس متوسط معدل العائد

كذلك قد يكون من الملائم الاطمئنان على مدى ملاءمة معدل العائد على الاستثمار الذى يتولد عن الصندوق . يتم ذلك بمقارنة متوسط العائد المتولد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات المناسبة . وفى الولايات المتحدة الأمريكية تنشر مجلة بارون Barron أسبوعياً متوسط العائد لعدد من المؤشرات تعدها مؤسسة ليبر لخدمات التحليل Lipper Analytical Services ، كما تنشر متوسط العائد لمؤشر دو جونز ومؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ .

ونشير إلى أنه فى حالة صناديق الاستثمار التى تتكون غالبيتها من أسهم عادية ، يتم مقارنتها بعائد محفظة استرشادية Benchmark Portfolio لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ، إضافة إلى استثمار خال من المخاطر أى أوراق مالية حكومية لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة . وبالطبع تتوقف التوليفة على مستوى المخاطر لاستثمارات الصندوق . فلو أن معامل بيتا لعائد استثمارات الصندوق يساوى ٧, ، فإن المحفظة الاسترشادية المفترضة التى ستستخدم فى المقارنة ، لابد وأن تتكون من استثمارات فى تشكيلة أسهم مماثلة لتلك التى يتكون منها مؤشر السوق قوامها ٧٠٪ من قيمة إجمالى استثمارات المحفظة ، واستثمارات فى أوراق مالية خالية من المخاطر قوامها ٣٠٪ .

٤ ــ قياس التكاليف

هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار . النوع الأول هى التكاليف المباشرة التى يمكن قياسها ، ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية ، وهذه التكاليف عادة ما تكون منشورة . أما النوع الثانى فهى تكاليف المعاملات ، وهى تكاليف غير مباشرة وتنقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها . ويقصد بالتكاليف التى يسهل قياسها

عمولة السمسرة وعادة ما تتوافر عنها بيانات منشورة . أما التكاليف التى يصعب قياسها فهى هامش ربح بيع وشراء السهم Bid-Ask Spread إضافة إلى التأثير الذى تحدثه الصفقات الكبيرة ــ بيعاً أو شراءً ــ على القيمة السوقية للسهم ، والتى سبقت الإشارة إليها .

ولقياس تأثير تلك التكاليف على العائد على الاستثمار ، عادة ما يتم حساب نصيب السهم من التكاليف المباشرة إضافة إلى عمولة السمسرة ، ثم يضاف الناتج إلى بسط المعادلة ٤ ــ ١ لنحصل على معدل العائد الإجمالى . فإذا طرح منه أو قورن معه معدل العائد الصافى المحسوب بالمعادلة ٤ ــ ١ ، نحصل على التأثير الذى أحدثته تلك التكاليف . ففى المثال المصاحب لتلك المعادلة لو أن نصيب السهم الواحد من تلك التكاليف ٤ قروش أى ٠٤, جنيه فإن المعدل الإجمالى ــ وليس الصافى ــ للعائد على الاستثمار سوف يبلغ ١,٤٪ .

$$م^* = \frac{(٣٠,١١ - ٣٠) + ,١٥ + ,١٢ + ,٠٤}{٣٠} = ١,٤٪$$

حيث م* تمثل العائد الإجمالى للعائد على الإستثمار .

ويكشف المعدل الإجمالى عن معدل العائد على الاستثمار لو لم يكن هناك وجود لتلك التكاليف . وبمقارنة المعدل الإجمالى بالمعدل الصافى (١,٢٧٪) الذى توصلنا إليه فى الصفحات السابقة ، يتضح أن العائد الضائع نتيجة تلك التكاليف يبلغ ١٣,٪ (١,٤٠٪ ــ ١,٢٧٪) . وبالطبع يمكن اجراء المقارنة بين الصناديق المختلفة لمعرفة حجم التأثير الذى تحدثه تلك التكاليف على العائد على الاستثمار .

وأخيراً نختتم هذا الفصل بالإشارة إلى أن لجنة الأوراق المالية والبورصة فى الولايات المتحدة ، كانت قد أجرت دراسة على شركات الاستثمار ، كشفت عن أنه لا يوجد تأثير لأى من العوامل الآتية على إجمالى العائد على الاستثمار :

حجم الاستثمار فى الصندوق ، حجم الاستثمارات الكلية لشركة الاستثمار ، ما إذا كانت هناك تكاليف شراء لسهم الشركة أم لا . ومن ناحية أخرى فقد وجدت علاقة عكسية بين معدل العائد على الاستثمار وبين معدل دوران محفظة الصندوق . بمعنى أنه كلما تكررت عملية إجراء التعديل والتغيير فى تشكيلة الأوراق المالية التى يتكون منها الصندوق ــ لاغتنام فرص التباين بين القيمة السوقية للأوراق المالية وقيمتها الحقيقية ــ كلما انخفض معدل العائد على الاستثمار . ومن بين التفسيرات لتلك العلاقة العكسية أنه فى ظل السوق الكفء ، تكون تكاليف المعاملات المصاحبة لعملية الشراء والبيع التى يستلزمها التعديل ، أكبر من العائد الذى يمكن تحقيقه من اغتنام تلك الفرص .

قائمة المراجع

أولاً : المراجع العربية :

هندى . منير إبراهيم . **الأوراق المالية وأسواق رأس المال** . الاسكندرية : منشأة المعارف ، ١٩٩٣ .

ــــــ . التنبؤ بالإفلاس الفنى للشركات الصناعية التابعة للقطاع العام فى مصر . **المجلة العلمية : كلية الإدارة والإقتصاد ــ جامعة قطر** ، المجلد الثانى ، ١٩٩١ ، ٥٩ ــ ١٢٥ .

ــــــ . **الإدارة المالية : مدخل تحليل معاصر (الطبعة الثانية)** . الاسكندرية : المكتب العربى الحديث ، ١٩٩١ .

ــــــ . تأثير الوفورات الضريبية ، وتكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة على نسبة الإفتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة : نموذج مقترح . **المجلة العلمية : كلية الإدارة والاقتصاد ــ جامعة قطر** ، المجلد الأول ، ١٩٩٠ .

ثانياً : المراجع الأجنبية :

Brigham, E., and Gapenski, L. **Intermediate Financial Management.** Ill.: The Dryden Press, 1987.

Christy, G. and Clendenin, J. **Introduction to Investment** N.Y.: McGraw-Hill, 1982.

Evans, J. Archer, S. Diversification and The Reduction of Dispersion. **Journal of Finance,** 23 (Dec. 1968) PP. 761-767.

Fischer, D., & Jordan, R. **Security Analysis & Portfolio Management** (4th ed.). N.Y.: Prentice-Hall, 1987.

Francis, J. **Investment Analysis and Management** (4th ed.), N.Y.: McGraw-Hill, 1986.

French, D. **Security and Portfolio Analysis, Concepts and Management.** OH.: Merrill Pub., 1989.

Gitman, L., **Personal Finance** (2nd ed.), Ill.: The Deyden Press, 1981.

Haugen, R. **Introductory Investment Theory.** N.J.: Prentice Hall, 1987.

_________., Modern Investment Theory. N.J.: Prentice-Hall, 1986.

Hull, J. **Options and Other Derivative Securities.** N.J.: Prentice-Hall, 1993.

Jensen, M. Eclipse of the Public Corporation. **Harvard Business Review,** 67 (Sept.-Oct. 1989), 61-74.

Radcliffe, R. **Investment : Concepts, Analysis, and Strategy.** Ill.: Scott, Foresman & Comp. 1982.

Reilly, F. **Investment Analysis & Portfolio Management** (2nd ed.), Ill.: The Deyden Press, 1985.

Schall, L., Haley, C. **Introduction to Financial Management.** N.Y.: McGraw-Hill, 1988.

Sharpe, W. and Alexander, G. **Investment** (4th ed.), N.J.: Prentice-Hall, 1990.

Sharpe, W. **Investment** (3es ed.), N.J.: Prentice-Hall, 1985.

Stevenson, R., and Jennings, E. **Fundamentals of Investments.** Minn.: West Publishing Co. 1976.

Tole, T. You Can't Diversify Without Diversification. **Journal of Portfolio Management,** 8 (Winter 1982), 5-11.

Treynor, J. Market Efficiency & The Bean Jar Experiment. **Financial Analysis Journal,** 43 (May-June 1987). 50-53.

Wagner, W. and Lau, S. The Effect of Diversification on Risk. **Financial Analysis Journal,** 26 (Nov.-Dec. 1971), 48-53.

Welshans, M., and Melicher, R., **Finance; Introduction to Markets, Institutions and Management** (6th ed.), OH.: South-Western Pub., 1984.

Wolf, H. **Personal Financial Planning.** Boston : Allyn & Bacon, 1989.

Yeager, F. and Seitz, N. **Financial Institution Management.** N.J.: Prentice-Jall, 1989.

رقم الايداع ٧٣٠٠ / ٩٣
I.S.B.N. 977 - 03 - 0153 - 6

مركز الدلتا للطباعة

٢٤ شارع الدلتا ـ اسبورتنج

تليفون : ٥٩٥١٩٢٣

كتب أخري للمؤلف

إدارة البنوك التجارية : مدخل اتخاذ القرارات

أدوات الاستثمار فى اسواق رأس المال

الادارة المالية : مدخل تحليلى معاصر

الاوراق المالية وأسواق رأس المال

إدارة المنشآت المالية

٣٦/١٠٥٧